**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO**

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**

-------------------------

**LÊ THỊ HỒNG MINH**

**ĐỘ NHẠY CẢM ĐỐI VỚI RỦI RO TỶ GIÁ TẠI THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM VÀ CÁC NƯỚC ĐÔNG NAM Á**

**Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng**

**Mã số: 9340201**

**TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

TP.HCM, Năm 2020

Công trình được hoàn thành tại:

**Trường Đại học Kinh tế TP.Hồ Chí Minh**

Người hướng dẫn khoa học:

**PGS.TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang**

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**

**1.1 Lý do nghiên cứu**

Những biến động chính sách tại các trung tâm tài chính lớn nhất thế giới như chính sách nới lỏng định lượng được sử dụng bởi Mỹ, Anh và khu vực châu Âu sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 đã gây ra một dòng tiền mới chảy vào các thị trường mới nổi, dẫn tới những biến động mạnh giá trị tiền tệ. Mặt khác, các quốc gia châu Á được đặt dưới chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý, theo đó ngân hàng trung ương của những nước này can thiệp vào thị trường ngoại hối để gây ảnh hưởng đến tỷ giá theo hướng tích cực. Với sự can thiệp của NHTW trong thị trường ngoại hối thì có thể cho rằng rủi ro tỷ giá là không đáng kể. Tuy nhiên, bằng cách xem xét độ nhạy cảm tỷ giá thông qua việc thực hiện phân tích thực nghiệm tác động của rủi ro tỷ giá tới tỷ suất sinh lợi chứng khoán ở các thị trường Đông Nam Á, sẽ thấy được tầm quan trọng của rủi ro đó trong giai đoạn 2010-2017.

**1.2** **Khoảng trống trong nghiên cứu, mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu**

Các nghiên cứu kết hợp giữa độ nhạy cảm cấp độ thị trường và công ty hiện nay chưa nhiều, đặc biệt là về thị trường các nước Đông Nam Á trong đó có Việt Nam, chủ yếu chỉ tập trung ở độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ thị trường. Vì vậy, từ nền tảng lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm về độ nhạy cảm đối với rủi ro tỷ giá, Luận án hướng đến mục tiêu đánh giá độ nhạy cảm tỷ giá tại thị trường Việt Nam và các nước Đông Nam Á đối với cả hai cấp độ là thị trường và công ty, từ đó cũng góp phần nhận diện về sự tồn tại của yếu tố độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng cũng như các biến số tài chính tác động đến độ nhạy cảm tỷ giá của các doanh nghiệp niêm yết.

Luận án sẽ tập trung vào việc giải quyết các câu hỏi nghiên cứu sau:

1. Biến động tỷ giá hối đoái tác động như thế nào đến tỷ suất sinh lợi chứng khoán ở cấp độ thị trường tại các nước Đông Nam Á?

2. Có sự khác biệt về sự hiện diện của độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ thị trường khi đo lường bằng biến động tỷ giá hối đoái thực hay không?

3. Độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ thị trường có mang tính bất cân xứng hay không?

4. Độ nhạy cảm tỷ giá có tồn tại hay rủi ro tỷ giá có góp phần giải thích cho sự biến động tỷ suất sinh lợi chứng khoán ở cấp độ công ty hay không?

5. Độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ công ty có mang tính bất cân xứng hay không?

6. Các nhân tố nào tác động đến độ nhạy cảm tỷ giá của các doanh nghiệp?

**1.3 Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

**1.3.1 Đối tượng nghiên cứu**

Độ nhạy cảm đối với rủi ro tỷ giá ở cấp độ thị trường và cấp độ công ty tại sáu quốc gia Đông Nam Á có thị trường chứng khoán đã phát triển cụ thể là Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và Việt Nam.

**1.3.2 Phạm vi nghiên cứu**

Khung thời gian nghiên cứu của Luận án là từ năm 2010 đến 2017. Các quốc gia trong mẫu nghiên cứu được lựa chọn trên cơ sở dữ liệu thị trường đầy đủ gồm sáu quốc gia Đông Nam Á và 2.166 công ty niêm yết tại được phân loại theo hệ thống phân nhóm ngành tiêu chuẩn GICS (Global Industry Classification Standard

**1.4 Phương pháp nghiên cứu:** Ở cấp độ thị trường, nghiên cứu sử dụng hồi quy dữ liệu bảng bằng phương pháp GLS để khắc phục phương sai thay đổi và GMM là phương pháp nhằm kiểm tra tính vững của mô hình. Ở cấp độ công ty, nghiên cứu sử dụng phương pháp GARCH để kiểm định độ nhạy cảm tỷ giá, đồng thời tiến hành hồi quy dữ liệu bảng kết hợp với hồi quy logistic để xác định các nhân tố tác động đến sự hiện diện của độ nhạy cảm tỷ giá.

**1.5** **Kết quả và đóng góp mới của nghiên cứu**

Với mục tiêu nghiên cứu về độ nhạy cảm tỷ giá ở cấp độ thị trường, kết quả chứng minh có tồn tại độ nhạy cảm tỷ giá ở khu vực quốc gia nghiên cứu, kể cả ở nhóm nước theo chế độ tỷ giá có kiểm soát. Cụ thể hơn, tỷ suất sinh lợi của danh mục chứng khoán nội địa giảm khi giá trị nội tệ giảm giá so với đô la Mỹ. Một điểm đáng lưu ý từ kết quả hồi quy là sự xuất hiện của độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng, bởi vị thế xuất khẩu ròng của các nước Đông Nam Á sẽ chịu tác động tích cực từ việc đồng nội tệ giảm giá thực.

Với độ nhạy cảm tỷ giá ở cấp độ công ty, kết quả nghiên cứu cho thấy sự hiện diện của độ nhạy cảm tỷ giá ở mức độ trung bình là 30% công ty trong toàn mẫu tại 6 quốc gia và có tồn tại của độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng kể cả khi sử dụng giai đoạn nghiên cứu dài hay mẫu nghiên cứu theo từng năm. Bên cạnh đó, nhân tố góp phần giải thích cho sự xuất hiện của độ nhạy cảm tỷ giá của các công ty có mối liên hệ với vị thế kinh doanh quốc tế (nhà xuất khẩu ròng hay nhập khẩu ròng), cũng như các đặc điểm tài chính công ty về giá trị thị trường công ty, tỷ số nợ, tỷ số giá thị trường trên giá trị số sách, tính thanh khoản của cổ phiếu và khả năng thanh toán.

Khi so sánh với các nghiên cứu trước đây có cùng về chủ đề độ nhạy cảm tỷ giá, Luận án có những đóng góp mới như sau:

- Luận án cung cấp một khuôn khổ lý thuyết đầy đủ về độ nhạy cảm tỷ giá từ nền tảng lý thuyết, các kênh truyền dẫn thay đổi tỷ giá đến tỷ suất sinh lợi chứng khoán và các mô hình lý thuyết được xây dựng để đưa ra cơ chế nhận diện dộ nhạy cảm tỷ giá, đồng thời nhận diện các giai đoạn phát triển trong phương pháp nghiên cứu thực nghiệm về độ nhạy cảm tỷ giá, đi từ các nghiên cứu nền tảng đến các nghiên cứu cải tiến trong phương pháp ước lượng và nhận diện đặc tính của độ nhạy cảm tỷ giá.

- Luận án kết hợp đồng thời cả hai hướng phân tích độ nhạy cảm tỷ giá ở cấp độ thị trường lẫn cấp độ công ty, kết quả đạt được đều nhận diện có sự tồn tại về tác động của rủi ro tỷ giá đến tỷ suất sinh lợi chứng khoán kể cả những quốc gia có kiểm soát tỷ giá.

- Luận án lần đầu tiên kết hợp hai hướng nhận diện độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ thị trường Đông Nam Á trên cở sở sử dụng tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực với dạng dữ liệu bảng.

- Luận án lần đầu tiên đánh giá độ nhạy cảm tỷ giá ở cấp độ công ty và nhận diện sự hiện diện của yếu tố bất cân xứng trong độ nhạy cảm tỷ giá ở các công ty niêm yết tại sáu quốc gia Đông Nam Á, đặc biệt là thị trường Việt Nam.

- Luận án lần đầu tiên nhận diện các nhân tố tác động đến độ nhạy cảm tỷ giá của công ty ở Đông Nam Á bằng việc kết hợp giữa phân tích theo các lý thuyết hành vi doanh nghiệp với kiểm định hồi quy dữ liệu bảng.

**CHƯƠNG 2. TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TRƯỚC ĐÂY**

**2.1** **Nền tảng lý thuyết về độ nhạy cảm tỷ giá**

Những lý thuyết kinh tế từ trước đến nay cho rằng có rất nhiều cách tiếp cận về tác động của thị trường ngoại hối đến thị trường chứng khoán, điều đó làm cho các nghiên cứu thực nghiệm về sự tương tác giữa các thị trường trên càng trở nên hấp dẫn hơn.

Lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (Arbitrage pricing theory – APT) của Ross (1976) cho rằng việc xác định tỷ suất sinh lợi chứng khoán nên dựa trên kỳ vọng về tác động của yếu tố vĩ mô, trong đó đặc biệt là tỷ giá hối đoái. Dornbush và Fisher (1980) đưa ra mô hình định hướng tác động (flow oriented model). Bên cạnh đó, những phân tích về tác động của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đến tỷ giá, cũng như các kênh truyền dẫn tỷ giá đến giá tiêu dùng cũng góp phần làm rõ những tác động lan tỏa từ thay đổi tỷ giá đến biến động giá chứng khoán.

Có nhiều phương pháp tiếp cận khác nhau để phân tích cơ chế tác động của sự dao động trong tỷ giá đến giá trị doanh nghiệp. Dumas (1978) đã nhấn mạnh rằng độ nhạy cảm tỷ giá (độ nhạy của giá trị doanh nghiệp với biến động tiền tệ) chỉ được xác định khi đi kèm với một giai đoạn thời gian cụ thể và phụ thuộc trực tiếp vào khung thời gian đầu tư đang phân tích. Lessard (1979) lần đầu tiên đề cập đến việc bản chất của độ nhạy cảm đối với rủi ro tiền tệ sẽ thay đổi khi giai đoạn đánh giá kéo dài hơn trong tương lai. Sau đó, trong nghiên cứu của mình thì Stulz và Williamson (2000) đã phân tách tác động tổng thể của biến động tỷ giá đến giá trị doanh nghiệp thành các độ nhạy cảm riêng biệt, đó là độ nhạy cảm giao dịch (transaction exposure), độ nhạy cảm cạnh tranh (competitive exposure) và độ nhạy cảm chuyển đổi (translation exposure).

**2.2.** **Các nghiên cứu thực nghiệm về độ nhạy cảm tỷ giá**

**2.2.1 Nghiên cứu thực nghiệm về độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ công ty**

**2.2.1.1 Các nghiên cứu nền tảng về phương pháp nhận diện độ nhạy cảm tỷ giá**

Adler và Dumas (1984) phát triển một kỹ thuật áp dụng đơn giản trong việc đo lường độ nhạy cảm tỷ giá. Độ nhạy cảm tỷ giá được xác định là “độ nhạy của giá trị thị trường tính bằng nội tệ của tài sản hữu hình hoặc tài sản tài chính khi chuyển đổi sang ngoại tệ đối với những biến động ngẫu nhiên trong sức mua nội địa của ngoại tệ ở các thời điểm trong tương lai.” Do vậy các tác giả ước lượng độ nhạy cảm của một tài sản bằng cách hồi quy giá trị thị trường tính bằng nội tệ của tài sản với tỷ giá hối đoái. Bởi vì sử dụng chuỗi dữ liệu gốc trong mô hình hồi quy nên sẽ gặp phải các vấn đề về mặt thống kê nên Alder và cộng sự (1986) đề xuất sử dụng tỷ suất sinh lợi chứng khoán và mức độ thay đổi tỷ giá nhằm giúp chuỗi dữ liệu ổn định hơn, đạt được tính dừng. Một loạt các nghiên cứu tiếp theo về độ nhạy cảm tỷ giá đối với cấp độ công ty (firm level) đều dựa trên cách tiếp cận này nghĩa là độ nhạy cảm tỷ giá hầu hết đều được đo lường bằng phương pháp gián tiếp hay phương pháp thị trường vốn (capital market approach).

Trong phương pháp thị trường vốn được đề xuất bởi Adler và cộng sự (1986) thì độ nhạy cảm tỷ giá của công ty i được đo lường một cách đơn giản thông qua phần biến động trong tỷ suất sinh lợi chứng khoán có tương quan với sự thay đổi tỷ giá, và đây được xem là độ nhạy cảm tổng thể (total exposure) của công ty i. Tuy nhiên do các biến số kinh tế vĩ mô khác có thể làm thay đổi tương quan đồng thời của biến động tỷ giá và tỷ suất sinh lợi chứng khoán nên việc không xét đến các nhân tố này trong mô hình sẽ dẫn đến việc ước lượng một cách phóng đại tác động của biến động tỷ giá đến tỷ suất sinh lợi chứng khoán. Đây cũng là lý do mà Jorion (1990) đưa ra cách đo lường độ nhạy cảm tỷ giá gọi là độ nhạy cảm phần dư (residual exposure), là phần vượt trội trong phản ứng của thị trường đối với biến động tỷ giá.

Việc phân tích ở cấp độ danh mục sẽ có hiệu quả hơn so với cấp độ từng doanh nghiệp vì tỷ suất sinh lợi của danh mục ít bị nhiễu hơn từng chứng khoán đơn lẻ. Tuy nhiên phát hiện này chỉ phù hợp với nhóm các công ty có độ nhạy cảm tỷ giá được kỳ vọng là tương tự nhau, đó là những công ty có cùng quy mô ở cùng lĩnh vực với thị trường đầu vào và tiêu thụ sản phẩm là như nhau.

Hầu hết các nghiên cứu thời kỳ đầu về độ nhạy cảm tỷ giá đều tập trung vào thị trường Mỹ thì cũng có nhiều nghiên cứu được thực hiện tại thị trường các quốc gia khác. Việc mở rộng mẫu nghiên cứu với các nền kinh tế có mức độ mở cửa cao và dòng vốn thương mại quốc tế lớn sẽ cung cấp bằng chứng thực nghiệm đa dạng hơn về độ nhạy cảm tỷ giá.

**2.2.1.2 Các cải tiến (bổ sung) phương pháp nghiên cứu về độ nhạy cảm tỷ giá**

Các nghiên cứu được thực hiện để chứng minh các tranh luận về việc việc sử dụng các danh mục thị trường có điều chỉnh, sử dụng một tỷ giá song phương hay chỉ số tỷ giá theo tỷ trọng thương mại, tỷ giá danh nghĩa hay tỷ giá thực. Ngoài ra, để xử lý vấn đề đa cộng tuyến, phương hai bước được thức hiện, cụ thể là hồi quy tỷ giá theo nhân tố rủi ro thị trường và sử dụng phần dư của hàm hồi quy này để đưa vào mô hình ước lượng độ nhạy cảm tỷ giá của Jorion. Bên cạnh đó, chế độ tỷ giá mà các quốc gia đang áp dụng cũng là nhân tố tác động đến độ nhạy cảm tỷ giá.

**2.2.1.3 Các nghiên cứu về đặc tính của độ nhạy cảm tỷ giá**

Một trong những tranh luận nữa trong độ nhạy cảm tỷ giá đó là độ nhạy cảm tỷ giá của một công ty có khả năng sẽ biến động theo thời gian, các tác giả phân chia chuỗi dữ liệu thời gian nghiên cứu thành các thời kỳ nhỏ và kiểm tra tính bất biến của độ nhạy cảm tỷ giá trong các giai đoạn khác nhau (Jorion, 1990; Amihud, 1994; Choi và Prasad, 1995; Glaum và cộng sự, 2000; He và Ng, 1998; Williamson, 2001; Doukas và cộng sự, 2003; Dominguez và Tesar, 2006). Vì vậy, cần sử dụng tần suất quan sát hợp lý khi đánh giá mối liên hệ giữa tỷ suất sinh lợi chứng khoán và biến động tỷ giá. Đồng thời, cần kết hợp tác động của chiến lược phòng ngừa rủi ro khi ước lượng độ nhạy cảm tỷ giá. Một phát hiện quan trọng là độ nhạy cảm tỷ giá sẽ có hành vi phi tuyến và bất cân xứng.

**2.2.1.4 Nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến độ nhạy cảm tỷ giá**

Độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng hàm ý rằng khi tỷ giá biến động theo chiều hướng tăng hoặc giảm thì mức độ doanh nghiệp chịu tác động là khác nhau giữa hai xu hướng diễn biến giá cả này. Vấn đề này được đề cập trong một số mô hình lý thuyết mô tả hành vi của công ty, như sự bất cân xứng trong định giá theo giá thị trường (PTM - Pricing to market) của công ty (Knetter, 1994), hành vi trễ (Baldwin và Krugman, 1989), và hành vi phòng ngừa rủi ro tỷ giá bất cân xứng.

Bên cạnh việc nhận diện khả năng xuất hiện độ nhạy cảm tỷ giá thông qua việc phân tích liên kết với các lý thuyết trong hành vi doanh nghiệp, các nhà nghiên cứu đã tiến hành các nghiên cứu thực nghiệm hướng đến việc xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến độ nhạy cảm tỷ giá thông qua việc kiểm định các nhân tố tác độ đến độ nhạy cảm tỷ giá của công ty là các nhân tố thuộc về đặc điểm quốc gia và đặc điểm công ty.

**2.2.2 Nghiên cứu thực nghiệm về độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ thị trường**

Việc nghiên cứu độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ thị trường thường được thực hiện thông qua các nghiên cứu độc lập về kiểm định tác động của biến động tỷ giá và bất ổn của thị trường chứng khoán như nghiên cứu Chkili và cộng sự (2011) tại bốn thị trường mới nổi (Hong Kong, Singapore, Malaysia and Mexico) trong giai đoạn 1994-2009; Chortareas và cộng sự (2012) tại các nước Ai Cập, Morocco, Thỗ Nhĩ Kỳ từ 2001 đến 2003; Wang và cộng sự (2013) tại thị trường Trung Quốc giai đoạn 2005-2010; Sensoy và Sobaki (2014) tại Thổ Nhĩ Kỳ giai đoạn 2003-2013; Chkili và Nguyen (2014) tại các nước thuộc khối BRICS từ 1997 đến 2013; Nguyễn Thị Liên Hoa và Lê Thị Thúy Hường (2014) tại các nước ASEAN thời kỳ 2005-2013. Các nghiên cứu đều tìm được bằng chứng thực nghiệm về mối liên hệ giữa biến động tỷ giá và tỷ suất sinh lợi chứng khoán ở góc độ thị trường đặc biệt là mối quan hệ phi tuyến.

Riêng tại thị trường Việt Nam thì mối liên kết giữa thị trường ngoại hối và thị trường chứng khoán cũng được nhận diện thông qua nghiên cứu của Trần Ngọc Thơ và Hồ Thị Lam (2015).

Các nghiên cứu tổng hợp được thực hiện ở cấp độ thị trường lẫn cấp độ công ty tại các nước hiện vẫn chưa nhiều vẫn đều tập trung ở giai đoạn trước khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 như nghiên cứu của và Hutson và O’Driscoll (2010), Lin (2011).

**CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

**3.1 Dữ liệu**

**3.1.1 Độ nhạy cảm đối với rủi ro tỷ giá ở cấp độ thị trường**

Sáu quốc gia Đông Nam Á trong mẫu nghiên cứu bao gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và Việt Nam.

Tỷ giá hối đoái danh nghĩa theo yết giá trực tiếp (đô la Mỹ/nội tệ) và chỉ số giá tiêu dùng (Consummer price index – CPI) (năm gốc 2010) của mỗi nước được thu thập từ cơ sở dữ liệu IFS (International Financial Statistics) của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF). Chỉ số thị trường chứng khoán các nước, chỉ số MSCI ACWI (Morgan Stanley Capital International - All Country World Index) là thước đo cho tỷ suất sinh lợi thị trường thế giới được lấy từ cơ sở dữ liệu Datastream của Thomson Reuters. Dữ liệu của các biến số sử dụng trong nghiên cứu được thu thập hàng tháng trong giai đoạn từ tháng 01 năm 2010 đến tháng 12 năm 2017.

**3.1.2 Độ nhạy cảm đối với rủi ro tỷ giá ở cấp độ công ty**

Nghiên cứu sử dụng các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán của sáu nước Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và Việt Nam. Các công ty được phân loại theo hệ thống phân nhóm ngành tiêu chuẩn GICS (Global Industry Classification Standard). Từ hướng thu thập trên, mẫu cuối cùng là dữ liệu gồm 2.166 công ty.

**3.2 Mô hình nghiên cứu thực nghiệm**

**3.2.1 Độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ thị trường**

Mô hình chuẩn của Jorion (1990) được cải tiến để kiểm định độ nhạy cảm tỷ giá tại thị trường các nước Đông Nam Á thông qua các phương trình sau:

INDEXi,t = β0 + β1MSCIACWIt + β2NERi,t + β3Di,t\*NERi,t + εi,t (3.4)

INDEXi,t = β0 + β1MSCIACWIt + β2RERi,t + β3Di,t\*RERi,t + εi,t (3.5)

**3.2.2 Độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ công ty**

Dựa trên các nghiên cứu của Ye và cộng sự (2014), Al-Shboul và Anwar (2014), Chou và cộng sự (2017), Bae và cộng sự (2018) ứng dụng mô hình GARCH (1,1) cụ thể như sau:

(3.11)

(3.12)

**Nhận diện các yếu tố tác động đến khả năng xảy ra độ nhạy cảm tỷ giá**

**Bảng 3.4 Phân tích liên kết giữa lý thuyết và mô hình về các khả năng dẫn đến độ nhạy cảm tỷ giá**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Trường hợp** | **β2 > 0** | **β2 = 0** | **β2 < 0** |
| **β3 > 0** | (1) PTM với VC hoặc phòng ngừa rủi ro bất cân xứng (nhà xuất khẩu ròng) | (4) PTM với VC hoặc phòng ngừa rủi ro bất cân xứng (nhà xuất khẩu ròng) | (7) Phòng ngừa rủi ro bất cân xứng (nhà nhập khẩu ròng) |
| **Trường hợp** | **β2 > 0** | **β2 = 0** | **β2 < 0** |
| **β3 = 0** | (2) Độ nhạy cảm cân xứng (nhà xuất khẩu ròng) | (5) Không rủi ro (nhà xuất khẩu ròng hoặc nhà nhập khẩu ròng) | (8) Độ nhạy cảm cân xứng (nhà nhập khẩu ròng) |
| **β3 < 0** | (3) PTM với MSO hoặc hành vi trễ (nhà xuất khẩu ròng) | (6) PTM với MSO hoặc hành vi trễ (nhà nhập khẩu ròng) | (9) PTM với MSO (nhà nhập khẩu ròng) |

*Ghi chú: Định giá theo giá thị trường (PTM - Pricing to market); mục tiêu thị phần (MSO - Market share objective); ràng buộc về sản lượng (VC – Volume constraints)*

**Kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến độ nhạy cảm tỷ giá của doanh nghiệp**

(3.13)

là hệ số hồi quy đại diện cho độ nhạy cảm tỷ giá của công ty i. Cj là tập hợp các biến thuộc về đặc điểm công ty gồm: MV (market value): giá trị thị trường, DA (debt to asset ratio): tỷ số nợ trên tổng tài sản, MTBV (market to book ratio): tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của công ty, TR (turnover ratio): tỷ lệ giữa số lượng cổ phiếu giao dịch so với tổng số cố phiếu đang lưu hành, QR (quick ratio): tỷ số thanh toán nhanh bằng.

(3.14)

với biến phụ thuộc là một biến giả đại diện cho việc công ty có hay không độ nhạy cảm tỷ giá, mà cụ thể là sẽ nhận giá trị là 1 khi hệ số hồi quy β2 hoặc β3 của phương trình (3.11) có ý nghĩa thống kê và nhận giá trị 0 khi cả hai hệ số hồi quy này đều không có ý nghĩa thống kê.

**3.3 Phương pháp ước lượng mô hình**

**3.3.1 Ước lượng độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ thị trường:** Hồi quy theo phương pháp GLS (Generalized Least Squares), kiểm tra tính chắc chắn của kết quả thông qua việc đánh giá tác động của chế độ điều hành tỷ giá cũng như thực hiện hồi quy theo phương pháp GMM (Generalized method of moments) để khắc phục hiện tượng nội sinh làm ảnh hưởng đến tính vững của mô hình.

**3.3.2 Ước lượng độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ công ty:** Hồi quy theo mô hình GARCH (Generalised Autoregressive ConditionalHeteroskedasticity).

**3.3.3 Ước lượng các nhân tố tác động đến độ nhạy cảm tỷ giá:** sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng và mô hình logistic.

**CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU**

**4.1 Độ nhạy cảm đối với rủi ro tỷ giá ở cấp độ thị trường**

**Bảng 4.4 Kết quả hồi quy phương trình (3.4) theo phương pháp GLS**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Variable** | **Beta coefficient** | **Standard error** | **z-statistic** | **p-value** |
| MSCIACWI | 0.4079842\*\*\* | 0.0379062 | 10.76 | 0.000 |
| NER | -1.047552\*\*\* | 0.1675257 | -6.25 | 0.000 |
| DTNER | 0.4841614\*\* | 0.2311391 | 2.09 | 0.036 |
| Constant | 0.006782\*\*\* | 0.0022773 | 2.98 | 0.003 |

**Bảng 4.12 Kết quả hồi quy phương trình (3.5) theo phương pháp GLS**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Variable** | **Beta coefficient** | **Standard error** | **z-statistic** | **p-value** |
| MSCIACWI | 0.4365342\*\*\* | 0.0381889 | 11.43 | 0.000 |
| RER | -0.86662\*\*\* | 0.1584513 | -5.47 | 0.000 |
| DTRER | 0.4762231\*\* | 0.2269447 | 2.1 | 0.036 |
| Constant | 0.0053598\*\* | 0.0023147 | 2.32 | 0.021 |

**Bảng 4.15 Kết quả hồi quy phương trình (3.4) và (3.5) theo phương pháp GLS với mẫu nghiên cứu 3 nước ASEAN (Malaysia, Singapore, Việt Nam)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Variable** | **Phương trình (3.4)** | | **Phương trình (3.5)** | |
| **Beta coefficient** | **z-statistic** | **Beta coefficient** | **z-statistic** |
| MSCIACWI | 0.3616638\*\*\* | 6.98 | 0.3700892\*\*\* | 7.18 |
| NER | -0.2660306\* | -1.68 |  |  |
| DTNER | -0.028482 | -0.14 |  |  |
| RER |  |  | -0.2249776 | -1.46 |
| DTRER |  |  | -0.0470889 | -0.23 |
| Constant | 0.0019874 | 0.88 | 0.0018592 | 0.81 |

*\* có ý nghĩa thống kê ở mức 10%; \*\* có ý nghĩa thống kê ở mức 5%; \*\*\* có ý nghĩa thống kê ở mức 1%*

**Bảng 4.16 Kết quả hồi quy phương trình (3.4) và (3.5) theo phương pháp DGMM**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Variable** | **Phương trình (3.4)** | | **Phương trình (3.5)** | |
| **Beta coefficient** | **z-statistic** | **Beta coefficient** | **z-statistic** |
| INDEX(-1) | 0.0540751\* | 1.7 | 0.0708132\*\* | 2.02 |
| MSCIACWI | 0.3431799\*\*\* | 4.15 | 0.3807336\*\*\* | 4.60 |
| NER | -1.318789\*\*\* | -4.06 |  |  |
| DTNER | 0.7856376\*\* | 2.21 |  |  |
| RER |  |  | -0.995358\*\*\* | -4.75 |
| DTRER |  |  | 0.5810578\*\*\* | 3.49 |
| Constant | 0.004943\* | 1.65 | 0.0039422 | 1.60 |

Từ kết quả hồi quy GLS và GMM cho thấy đối với thị trường chứng khoán khu vực sáu nước Đông Nam Á, sau khủng hoảng tài chính 2008 mà cụ thể là trong giai đoạn từ 2010 đến 2017, tính bất ổn của tỷ giá là một rủi ro luôn tồn tại và có tính chất bất cân xứng, có ảnh hưởng trái chiều đến tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán các nước trong khu vực này, bất kể chính sách tỷ giá mà NHTW áp dụng tại nước sở tại. Bên cạnh đó, kết quả còn cho thấy thị trường chứng khoán thế giới có ảnh hưởng cùng chiều đến thị trường chứng khoán trong khu vực.

**4.2 Độ nhạy cảm đối với rủi ro tỷ giá ở cấp độ công ty**

**4.2.1 Kết quả hồi quy với giai đoạn nghiên cứu từ 2010 đến 2017**

**Bảng 4.17 Số lượng công ty có độ nhạy cảm đối với rủi ro tỷ giá theo quốc gia giai đoạn 2010-2017**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Quốc gia** | **Số công ty có độ nhạy cảm tỷ giá (**và/hoặc có ý nghĩa thống kê) | | **Số công ty có độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng** (ý nghĩa thống kê) | |
| **Sig** | **(%)** | **Sig** | **(%)** |
| Indonesia | 140 | 43 | 100 | 31 |
| Malaysia | 214 | 30 | 110 | 16 |
| Philippines | 57 | 35 | 42 | 26 |
| Singapore | 100 | 35 | 59 | 21 |
| Thái Lan | 193 | 42 | 161 | 35 |
| Việt Nam | 27 | 12 | 11 | 5 |

*Ghi chú: Con số trong bảng là số công ty có hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê dương (+) hoặc âm (-) ở mức ý nghĩa 10% và tỷ lệ % so với tổng số công ty trong mẫu.*

Kết quả hồi quy tổng hợp với mẫu nghiên cứu gồm 2.166 công ty trong giai đoạn 2010 - 2017 cho thấy có sự hiện diện của độ nhạy cảm tỷ giá (hệ số và/hoặc có ý nghĩa thống kê ở mức 10%) ở các công ty niêm yết tại sáu quốc gia Đông Nam Á, cụ thể đa số đều từ 30% trở lên toàn mẫu chỉ trừ trường hợp Việt Nam chỉ ở mức 12%. Sự hiện diện của độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng cũng ở mức đáng kể khi chiếm xấp sỉ 50% các trường hợp có độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá.

**4.2.2 Kết quả hồi quy theo từng năm trong giai đoạn 2010 – 2017**

Luận án tiến hành chia tách giai đoạn nghiên cứu nhằm giúp nhận diện rõ đặc tính biến động theo thời gian của độ nhạy cảm tỷ giá ở cấp độ công ty. Vì vậy giai đoạn nghiên cứu 2010-2017 sẽ được chia nhỏ thành 8 giai đoạn theo từng năm và tiến hành hồi quy lại độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ công ty tại từng quốc gia.

Tại thị trường Indonesia, Malaysia, Singapore và Thái Lan thì giai đoạn sau khủng hoảng tài chính toàn cầu (2010-2011) thì tỷ lệ công ty có độ nhạy cảm tỷ giá cao và có xu hướng ổn định trong các năm tiếp theo. Giai đoạn 2014-2015 là các năm mà tỷ lệ công ty có độ nhạy cảm tỷ giá tăng cao tại các nước vì đây là thời điểm các nền kinh tế có giao thương quan trọng với khối ASEAN về thương mại lẫn đầu tư là Mỹ và Trung Quốc có những điều chỉnh quan trọng trong chính sách tiền tệ, mà cụ thể là Cục dữ trự liên bang Mỹ tiến hành nâng lãi suất cơ bản của đô la Mỹ cũng như NHTW Trung Quốc thực hiện giảm giá lớn đồng CNY. Những cú sốc bên ngoài này đã tác động đến thị trường ngoại hối quốc tế cũng như việc điều hành tỷ giá trong khu vực và làm cho tỷ lệ công ty có độ nhạy cảm tỷ giá tăng.

Bên cạnh đó, tại thị trường Malaysia và Việt Nam đã có sự điều chỉnh chính sách điều hành tỷ giá theo hướng mới, cụ thể là Malaysia từ tháng 09/2017 thay đổi cơ chế tỷ giá theo cơ chế thả nổi, còn Việt Nam từ năm 2016 sử dụng tỷ giá trung tâm thay cho tỷ giá bình quân lên ngân hàng trước đây theo hướng tỷ giá sẽ được điều hành linh hoạt hơn. Đây là xu hướng phù hợp với thực tiễn hai quốc gia này đang tiến hành hội nhập thương mại quốc tế ngày càng sâu rộng khi đã hoàn tất việc ký kết Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP), dòng vốn chu chuyển quốc tế sẽ gia tăng gây áp lực lên tỷ giá và việc phối hợp giữa các chính sách điều hành kinh tế vĩ mô nên tỷ giá cần được điều hành theo hướng linh hoạt hơn. Độ nhạy cảm tỷ giá của Việt Nam trong năm 2017 tăng cao so với các năm trước phản ánh sự ảnh hưởng rõ nét hơn của biến động tỷ giá đến tỷ suất sinh lợi của các công ty niêm yết.

**4.2.3 Nhận diện các yếu tố tác động đến khả năng xảy ra độ nhạy cảm tỷ giá**

Bốn quốc gia Indonesia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam thì độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng tập trung ở trường hợp tương ứng với việc doanh nghiệp định giá theo thị trường với mục tiêu thị phần và có độ trễ trong hành vi (β3 < 0 và β2 > 0), mà cụ thể đây là các công ty có vị thế xuất khẩu ròng.

Tại Malaysia và Singapore thì độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng tập trung ở trường hợp tương ứng với việc doanh nghiệp định giá theo thị trường với mục tiêu thị phần và có độ trễ trong hành vi (β3 < 0 và β2 = 0) nhưng đây là các công ty có vị thế nhập khẩu ròng.

**4.2.4 Kết quả hồi quy các nhân tố tác động đến độ nhạy cảm tỷ giá của công ty tại thị trường các nước Đông Nam Á**

Nhân tố góp phần giải thích cho mức độ cũng như khả năng xuất hiện của độ nhạy cảm tỷ giá của các công ty có mối liên hệ với vị thế kinh doanh quốc tế (nhà xuất khẩu ròng hay nhập khẩu ròng) và các đặc điểm tài chính công ty về giá trị thị trường công ty, tỷ số nợ, tỷ số giá thị trường trên giá trị số sách, tính thanh khoản của cổ phiếu và khả năng thanh toán nhanh.

**Bảng 4.26 Kết quả hồi quy phương trình (3.13) và (3.14) tại thị trường các nước Đông Nam Á**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Variable** | **Indonesia** | | **Malaysia** | | **Philippines** | | **Singapore** | | **Thái Lan** | | **Việt Nam** | |
| **(1)** | **(2)** | **(1)** | **(2)** | **(1)** | **(2)** | **(1)** | **(2)** | **(1)** | **(2)** | **(1)** | **(2)** |
| MV | -0,029\*\*  (-2,58) | -0,009  (-0,05) | -0,1243\*\*\*  (-17,88) | -0,0892\*\*\*  (-5,00) | -0,2324\*\*\*  (-5,54) | 0,0143  (0,41) | -0,21\*\*\*  (12,62) | -0,0179  (-0,46) | -0,917\*\*\*  (-8,12) | -0,0421\*  (-1,80) | -0,021  (-0,59) | 0,0264  (0,43) |
| DA | -0,04  (-0,73) | -0,0167  (-0,12) | -0,1143\*  (-1,66) | 0,13875  (0,63) | -0,0979  (-1,04) | -0.1077  (-0,43) | -0,293\*\*\*  (-2,72) | 0,1121  (0,45) | 0,0205  (0,26) | 0,234  (0,12) | -0,0023  (-0,01) | -0,752\*  (-1.75) |
| MTBV | 0,0034  (-1,62) | -0,0085\*  (-1,85) | 0,0052  (1,48) | -0,0219\*\*  (-2,02) | -4,86E-07  (-0,03) | -0,000  (-0,01) | -0,001\*\*  (-2,35) | -0,003  (-0,17) | -0,018\*\*\*  (-3,91) | 0,0078  (0,61) | 0,0561  (1,01) | 0,0701  (0,88) |
| TR | 0,0016  (-1,33) | -0,0055\*\*  (-2,01) | -0,0016\*\*  (-2,49) | 8,97E-06  (0,00) | -0,0055\*\*\*  (-3,36) | -0,0002  (-0,08) | 0,0007  (0,51) | -0,002  (-0,83) | -0,004\*\*\*  (-4,97) | -0,0003  (-0,14) | -0,0009  (-0,52) | -0,0038  (-1,23) |
| QR | -0,0004  (-0,22) | 0,0014  (0,28) | -0,0034\*  (-1,74) | -0,0053  (-0,83) | 0,0002  (1,05) | 0,0004  (0,64) | -0,0011  (-0,27) | -0,0102  (-0,64) | 0,0012  (0,86) | 0,0031  (0,58) | 0,0038  (0,49) | -0,107\*\*  (-1,99) |
| Constant | 1,7099  (5,39) | -1,1342  (-2,07) | 2,9391\*\*\*  (22,22) | -2,8621\*\*\*  (-8,08) | 4,3561\*\*\*  (7,75) | -1,3629  (-1,80) | 4,7799\*\*\*  (15,61) | -0,7845  (-1,13) | 2,6146\*\*\*  (10,8) | -0,1818  (-0,35) | 0,7126  (0,76) | -2,0166  (-1,22) |
| Số quan sát | 2.087 | | 5.349 | | 1.094 | | 2.116 | | 3.211 | | 1.558 | |

*Ghi chú: Cột (1) và (2) lần lượt là kết quả hồi quy của phương trình (3.13) và (3.14); giá trị thống kê z được trình bày trong ngoặc đơn.*

**CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý**

**5.1 Các kết luận chính của nghiên cứu**

Đối với độ nhạy cảm tỷ giá cấp độ thị trường, Luận án sử dụng mức độ biến động tỷ giá dựa trên tỷ giá danh nghĩa cũng như tỷ giá thực để loại trừ ảnh hưởng của lạm phát cao ở thị trường các nước Đông Nam Á. Bên cạnh đó, Luận án cũng xem xét sự can thiệp của ngân hàng trung ương có ngăn chặn thành công rủi ro tỷ giá không. Dữ liệu nghiên cứu dạng bảng trong khoảng thời gian nghiên cứu từ tháng 1/2010 đến tháng 12/2017.

Kết quả thực nghiệm của tác giả cho thấy rằng tồn tại rủi ro tỷ giá trên diện rộng ở các thị trường Đông Nam Á. Cụ thể hơn, mặc dù có sự can thiệp tích cực của ngân hàng trung ương trong giai đoạn 2010-2017 thông qua biến động của dự trữ ngoại hối, nhưng vẫn xuất hiện độ nhạy cảm tỷ giá, tỷ suất sinh lợi của danh mục chứng khoán nội địa giảm khi giá trị nội tệ giảm giá so với đô la Mỹ. Điều này là phù hợp với hiện tượng “đô la hoá nợ” cũng như vị thế gia tăng tài sản nước ngoài ròng liên tục ở các thị trường mới nổi như đã đề cập trong những nghiên cứu trước đây. Một điểm đáng lưu ý từ kết quả hồi quy là sự xuất hiện của độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng, bởi vị thế xuất khẩu ròng của các nước Đông Nam Á sẽ chịu tác động tích cực từ việc đồng nội tệ giảm giá thực. Đồng thời xu hướng giảm giá nội tệ cũng tạo động lực cho doanh nghiệp tìm hướng cân đối giảm áp lực ngoại tệ cho nhập khẩu từ việc gia tăng thương mại trong khu vực.

Đối với cấp độ công ty, Luận án tiến hành kiểm định độ nhạy cảm tỷ giá của 2.166 công ty trong mẫu theo toàn giai đoạn 2010-2017 cũng như từng năm riêng biệt với dữ liệu theo tần suất ngày. Kết quả cho thấy có sự hiện diện đáng kể của độ nhạy cảm tỷ giá trong toàn giai đoạn cũng như khung thời gian theo năm. Bên cạnh đó việc nhận diện yếu tố tác động đến độ nhạy cảm tỷ giá theo lý thuyết cũng như kiểm định theo biến số tài chính cũng cho thấy mức độ tham gia kinh doanh quốc tế, giá trị thị trường công ty, tỷ số nợ, tỷ số giá thị trường trên giá trị số sách, tính thanh khoản của cổ phiếu cũng như khả năng thanh toán trong ngắn hạn của công ty là các nhân tố góp phần ảnh hưởng đến mức độ và khả năng công ty phải đối mặt với độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá.

**5.2 Các hàm ý chính sách**

* Phát triển thị trường trái phiếu nội địa.
* Tăng cường quỹ dự trữ ngoại hối khu vực.
* Gia tăng cường độ thương mại nội vùng.
* Phát triển thị trường phái sinh tiền tệ.

**5.3 Hạn chế của Luận án**

Về mặt dữ liệu, do hạn chế nguồn dữ liệu ở cấp độ vi mô về doanh nghiệp niêm yết tại các nước nên nghiên cứu chỉ nhận diện các nhân tố ảnh hưởng đến độ nhạy cảm tỷ giá bằng các biến tài chính mà chưa xét đặc điểm kinh doanh quốc tế (doanh thu theo khu vực địa lý), cấu trúc sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài hoặc việc sử dụng công cụ phái sinh. Ngoài ra, nhằm thống nhất trong việc nhận diện độ nhạy cảm tỷ giá ở cấp độ công ty lẫn cấp độ thị trường, cũng như giải quyết mục tiêu nghiên cứu về kiểm định các nhân tố tác động đến độ nhạy cảm tỷ giá thì Luận án đã sử dụng phương pháp gián tiếp là phương pháp thị trường vốn nên chưa đánh giá được độ nhạy cảm tỷ giá theo phương pháp trực tiếp – phương pháp dòng tiền.

**DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ**

**Tạp chí khoa học:**

1. Lê Thị Hồng Minh & Huỳnh Thị Cẩm Hà (2015), Độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng nghiên cứu tại các nước Đông Nam Á, *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, số 24 (34), tháng 09-10/2015, trang 40-50.
2. Minh, Le Thi Hong; Ha, Huynh Thi Cam; Hong, Dinh Thi Thu (2017), Asymmetric Exchange Rate Exposure – Research in Southeast Asian Countries, *Exchanges: The Warwick Research Journal*, Volume 4, Issue 2, pp. 262-279.

**Đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường (2015):**

1. Chủ nhiệm, “Độ nhạy cảm tỷ giá và tỷ suất sinh lợi chứng khoán - Nghiên cứu tại các nước Đông Nam Á”. Mã số: CS-2014-71. Nghiệm thu năm 2015. Xếp loại: Tốt.

**Hội thảo khoa học:**

1. Lê Thị Hồng Minh & Huỳnh Thị Cẩm Hà (2015), Độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng – Nghiên cứu tại các nước Đông Nam Á, *Kỷ yếu hội thảo khoa học quốc gia “An ninh tài chính tiền tệ của Việt Nam trong bối cảnh hội nhập quốc tế”*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế quốc dân, tháng 07/2015, ISBN: 978-604-946-002-9.