

Độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng: Nghiên cứu tại các nước Đông Nam Á

LÊ THỊ HỒNG MINH & HUỲNH THỊ CẨM HÀ

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Nhận bài: 09/06/2015 - Duyệt đăng: 03/08/2015

Nghiên cứu nhằm phân tích ảnh hưởng của độ nhạy cảm tỷ giá đến tỷ suất sinh lợi (TSSL) chứng khoán tại sáu quốc gia Đông Nam Á gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và VN từ năm 2009 đến 2014. Nghiên cứu sử dụng tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực để đo lường biến động tỷ giá. Nghiên cứu 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. Kết quả đã tìm thấy bằng chứng tồn tại của độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng (TSSL phản ứng khác nhau trước diễn biến tăng và giảm của tỷ giá) mặc dù có can thiệp thường xuyên của ngân hàng trung ương (NHTW) các nước vào thời kỳ này. Ở cấp độ thị trường, khi tỷ giá tăng (nội tệ giảm giá) thì TSSL chứng khoán trung bình có xu hướng giảm. Tuy nhiên mức độ giảm của TSSL chứng khoán được hạn chế từ tác động thuận lợi của việc giảm giá đồng tiền đến vị thế xuất khẩu ròng.

Từ khóa: Độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng, rủi ro tỷ giá, tỷ suất sinh lợi chứng khoán, NHTW, thị trường chứng khoán.

1. Giới thiệu

Rủi ro tỷ giá (RRTG) là một trong những yếu tố quan trọng khi định giá tài sản quốc tế. Trong một thế giới không có rào cản nào đối với đầu tư quốc tế và các sản phẩm có thể được xuất nhập khẩu tự do giữa các nước với nhau thì một tài sản sẽ có cùng mức giá bất kể nó được giao dịch ở đâu. Với một thị trường như vậy thì mô hình định giá tài sản chỉ bao gồm các yếu tố định giá toàn cầu. Ngược lại, nếu thị trường được giả thiết là hoàn toàn phân khúc, các yếu tố định giá địa phương sẽ là yếu tố xác định giá cả tài sản, nghĩa là giá cả của một tài sản phụ thuộc vào nơi mà nó được giao dịch.

Tuy nhiên, không trường hợp

đặc biệt nào ở trên có thể được áp dụng trong thực tế, vì thị trường thực tế phân khúc một phần (Bekaert & Harvey, 1995). Với điều kiện đó thì giá tài sản sẽ khác nhau giữa các thị trường, do đó ngang giá sức mua (PPP) bị vi phạm, và RRTG nên được định giá trong trường hợp này (Hekman, 1983; Adler và Dumas, 1984). Bởi vậy, khi so sánh với mô hình định giá toàn cầu hoàn toàn hay mô hình định giá nội địa hoàn toàn, dựa trên giả định hợp nhất hoàn toàn hay phân khúc hoàn toàn, thì mô hình định giá tài sản trong thị trường phân khúc một phần nên có yếu tố xác định RRTG. Bên cạnh đó, 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. Do các thị trường mới nổi châu Á đã phải trải qua những cú sốc tiền tệ cùng những tác động tiêu cực áp đảo tới nền kinh tế và thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư đã nhận thức được tầm quan trọng của RRTG hối đoái, và kết quả là họ đặt nặng yếu tố rủi ro này hơn trong các mô hình định giá. Trước những vấn đề đó, nghiên cứu đặt trọng tâm vào mục tiêu chính: Đánh giá ảnh hưởng của biến động tỷ giá hối đoái tới tỷ suất sinh lợi (TSSL) chứng khoán

ở thị trường các nước Đông Nam Á. Các câu hỏi nghiên cứu đặt ra: (1) RRTG có phải là yếu tố quan trọng giải thích được một phần đáng kể sự biến động tỷ suất sinh lợi chứng khoán tại các nước Đông Nam Á không? và (2) Sự can thiệp của ngân hàng trung ương có ngăn chặn thành công RRTG không?

2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

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

Rất nhiều nghiên cứu đều đưa ra cách xác định độ nhạy cảm tỷ giá bằng việc xem xét độ nhạy của TSSL chứng khoán đối với thay đổi của tỷ giá hối đoái (Dumas -1978; Hekman – 1983; Adler và Dumas -1984). Các nghiên cứu tiếp theo về độ nhạy cảm tỷ giá đều dựa trên cách tiếp cận này và đã tìm ra bằng chứng về sự tồn tại của độ nhạy cảm tỷ giá ở cấp độ quốc gia lẫn cấp độ công ty. Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu không thể hiện sự thống nhất. Nghiên cứu của Lin (2011); Tsai (2012); Al-Shboul và Anwar (2014) chứng minh được có mối tương quan âm giữa biến động tỷ giá hối đoái và TSSL của TTCK trong toàn bộ mẫu thời gian nghiên cứu. Trong khi đó, kết quả của Chue và Cook (2007) chỉ thấy được mối tương quan ngược chiều giữa biến động tỷ giá và TSSL chứng khoán ở thời kỳ đầu tiên (01/1999 đến 06/2002), nhưng không tồn tại mối quan hệ này ở thời kỳ thứ hai (07/2002 đến 06/2006) ở 15 thị trường mới nổi ở cấp độ công ty. Việc độ nhạy cảm tỷ giá không tồn tại trong thời kỳ thứ hai được lý giải là do sự thay đổi trong cấu trúc thị trường trái phiếu khu vực với sự gia tăng thị phần huy động từ trái phiếu nội địa, ngoài ra sự phát triển nhanh của quy mô sản phẩm

phái sinh tiền tệ cũng góp phần hạn chế RRTG cho các nhà đầu tư. Ye và cộng sự (2014) xác định được sự tồn tại độ nhạy cảm tỷ giá ở 50% quốc gia trong mẫu 20 thị trường mới nổi, đặc biệt ở những nước áp dụng chế độ neo giữ tỷ giá (Non-floating exchange rate arrangement) thì độ nhạy cảm tỷ giá còn bị khuếch đại. Đây là một thất bại trong chính sách tỷ giá dù đã loại trừ được “nỗi sợ thả nổi” vốn là một lý do quan trọng dẫn đến RRTG. Theo tác giả thì nguyên nhân lý giải cho kết quả thực nghiệm này là lý thuyết rủi ro đạo đức, vì hệ thống tỷ giá neo cột sẽ làm doanh nghiệp (DN) giảm động cơ phòng ngừa rủi ro và có xu hướng tiến hành các hoạt động đầu tư dễ dẫn đến rủi ro cao. Ở cấp độ DN đặc biệt là các công ty xuất khẩu, Chaieb và Mazzotta (2013) không tìm thấy tác động đáng kể và có ý nghĩa thống kê của độ nhạy cảm tỷ giá không có điều kiện. Nhưng với độ nhạy cảm có điều kiện khi xem xét thêm các yếu tố về chu kỳ kinh doanh và đặc tính doanh nghiệp thì tác giả nhận thấy độ nhạy cảm tỷ giá thay đổi theo thời gian cùng với sự biến động của các biến kinh tế vĩ mô và tài chính, đồng thời độ nhạy cảm gia tăng trong suốt giai đoạn kinh tế suy thoái.

2.2. Độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng

Độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng hàm ý rằng khi tỷ giá biến động theo chiều hướng tăng hoặc giảm thì DN chịu tác động khác nhau giữa hai xu hướng diễn biến giá cả. Điều 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 RRTG

bất cân xứng.

- PTM bao hàm việc điều chỉnh giá hàng xuất khẩu dựa trên mức độ cạnh tranh ở thị trường nước ngoài, hàm ý rằng các công ty xuất khẩu với mục tiêu thị phần sẽ không đồng ý tăng giá hàng bán bằng ngoại tệ khi đồng nội tệ tăng giá. Thay vì tăng giá hàng bán và phải đối mặt với rủi ro giảm doanh số hoặc thị phần, thì nhà xuất khẩu duy trì giá hàng bán bằng ngoại tệ và đồng nghĩa với việc giảm thiểu một cách đáng kể lợi nhuận biên trong nước. Hơn thế nữa, PTM sẽ ít xảy ra hơn khi đồng nội tệ giảm giá so với trường hợp tăng giá. Tuy nhiên, đối với các nhà xuất khẩu bị hạn chế khối lượng thì PTM lại xảy ra nhiều hơn khi đồng nội tệ giảm giá.

- Lý thuyết thứ hai giải thích cho phản ứng bất cân xứng của TSSL chứng khoán đối với biến động tỷ giá có liên quan đến hành vi trễ của công ty. Ví dụ, nhà xuất khẩu mới sẽ bị cám dỗ gia nhập thị trường khi đồng nội tệ giảm giá, mà đôi khi hành vi này mang tính trễ, tức là vẫn còn khi đồng tiền bắt đầu có xu hướng tăng giá. Mặt khác, khi đồng nội tệ tăng giá, nhà xuất khẩu lo rằng đầu tư của họ sẽ chịu chi phí chìm cao như chi phí gia nhập, nên họ sẽ ít có khả năng rời bỏ thị trường mặc dù xác suất cao là dòng tiền sẽ giảm.

- Lý thuyết thứ ba là do hành vi phòng ngừa rủi ro bất cân xứng của các công ty khi họ chỉ phòng ngừa một chiều. Ví dụ như nhà xuất khẩu ở vị thế phòng ngừa giá lên sẽ có khuynh hướng phòng ngừa

trước việc đồng nội tệ tăng giá và không phòng ngừa với việc giảm giá đồng nội tệ, nhà nhập khẩu ở vị thế phòng ngừa giá xuống thì có hành động ngược lại.

Hướng nghiên cứu thực nghiệm về độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng chúng tôi muốn đề cập trong bài viết này tập trung vào mối quan hệ với biến động giá chứng khoán. Nghiên cứu trước đây của Prasad và Rajan (1995), Vassalou (2000), Roache và Merritt (2006) cho thấy những cú sốc tỷ giá hối đoái chỉ giải thích được rất ít biến động giá chứng khoán, nguyên nhân là những nghiên cứu trước đã bác bỏ khả năng giá trị công ty có thể phản ứng bất cân xứng trước các biến động của tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, khả năng giá trị công ty phản ứng bất đối xứng với sự tăng – giảm giá tiền tệ cũng đã nhận được sự chú ý trong nghiên cứu của Koutmos và Martin (2003) ở Đức, Nhật, Anh và Mỹ từ 1992 đến 1998 với chuỗi dữ liệu hàng tháng. Kết quả là có tồn tại độ nhạy cảm tỷ giá ở cấp độ ngành công nghiệp với xấp xỉ 40% mẫu, trong đó hơn 40% là bất cân xứng. Ở cấp độ thị trường thì bốn quốc gia đều hiện diện độ nhạy cảm tỷ giá với việc lợi nhuận của danh mục thị trường nội địa tăng khi nội tệ giảm giá.

Nghiên cứu của Kizys và Pierdzioch (2007) cũng ủng hộ giả thuyết này bằng cách phân tích mối quan hệ phi tuyến giữa TSSL chứng khoán và độ nhạy cảm tỷ giá bằng mô hình tham số thay đổi theo thời gian tại ba nước công nghiệp Nhật, Anh và Mỹ trong giai đoạn 1970-2006. Nhóm tác giả chứng minh được sự tồn tại độ nhạy cảm tỷ giá phi tuyến tại các thị trường này, mức độ nhạy cảm thì thay đổi theo thời gian, tăng lên theo tương quan

giữa TSSL và tỷ giá, độ mở của thị trường hàng hóa cũng như sự phát triển của thị trường tài chính.

Thời gian gần đây, chủ đề này hướng đến các quốc gia có nền kinh tế mới nổi. Trong đó có nghiên cứu của Lin (2011) ở khu vực châu Á gồm Ấn Độ, Indonesia, Hàn Quốc, Philippines, Đài Loan và Thái Lan, giai đoạn sau hai cuộc khủng hoảng tài chính 1997 và 2008, cụ thể từ tháng 7/1997 đến tháng 11/2010 bằng cách sử dụng tỷ giá thực để đo lường sự thay đổi của tỷ giá hối đoái vì lạm phát ở các thị trường mới nổi này tương đối lớn và biến động hơn so với các nền kinh tế phát triển. Tác giả cho thấy mặc dù chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý được thực hiện ở các nước châu Á mới nổi, song vẫn tồn tại một mức RRTG đáng kể ở những nước này, cụ thể 10,48% số công ty có rủi ro lớn hơn trong thời kỳ khủng hoảng châu Á 1997 và 17,7% trong thời kỳ khủng hoảng toàn cầu 2008, trong khi đó chỉ có 8,81% số công ty có rủi ro trong suốt giai đoạn bình ổn từ tháng 8/1999 đến tháng 2/2008; khoảng 6% các công ty có RRTG là rủi ro bất cân xứng khi tăng và giảm giá nội tệ. Mức RRTG lớn hơn trong thời kỳ khủng hoảng có thể là do xuất khẩu ròng hay việc nắm giữ tài sản bằng đô la, bởi vậy các công ty có thể giảm RRTG bằng việc giảm bớt tỷ lệ xuất khẩu hay tài sản đô la đang nắm giữ.

Bartram và Bodnar (2012) đã cung cấp góc nhìn toàn diện về mối quan hệ giữa độ nhạy cảm tỷ giá và TSSL công ty dựa trên mẫu thu thập của các công ty phi tài chính từ 37 quốc gia trên thế giới. Tác giả tìm thấy sự khác biệt đáng kể về tác động của độ nhạy cảm tỷ giá lên TSSL công ty giữa các quốc gia. Cụ thể, 30-40% công ty

ở thị trường mới nổi (như là Brazil, Nam Phi, Indonesia, Argentina và Thái Lan) nhạy cảm với RRTG hối đoái.

Nói tóm lại, độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng sẽ xuất hiện trong trường hợp thị trường và DN ở vị thế là nhà nhập khẩu ròng hoặc xuất khẩu ròng. Đây là điều đáng lưu ý khi phân tích về độ nhạy cảm tỷ giá tại thị trường các nước đang phát triển.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô tả dữ liệu

Để nghiên cứu độ nhạy cảm tỷ giá, đề tài thực hiện hồi quy TSSL danh mục thị trường của 6 nước Đông Nam Á theo biến động theo tỷ giá hối đoái. Chúng tôi dùng TSSL của danh mục thị trường thế giới làm biến kiểm soát. Mô hình được thiết lập cũng phù hợp với lý thuyết định giá tài sản vì hầu hết các quốc gia thuộc thị trường phân khúc một phần (theo tiêu chí KAOPEN của Chinn-Ito về mở cửa tài khoản vốn thì ngoại trừ Singapore có chỉ số bằng 1 là mở cửa hoàn toàn các giao dịch vốn thì các nước còn lại có độ mở dao động từ 0,164 đến 0,697 trong giai đoạn 2009-2013), TSSL chứng khoán sẽ bị ảnh hưởng bởi cả nhân tố định giá toàn cầu và khu vực.

Bên cạnh tỷ giá danh nghĩa, bài viết còn sử dụng tỷ giá thực so với đồng đô la Mỹ, được điều chỉnh theo biến động lạm phát để có thể định giá đúng RRTG - làm thước đo biến động tỷ giá hối đoái cho mỗi quốc gia trong mẫu nghiên cứu. Lập luận trên là hợp lý bởi vì dòng chảy thương mại và vốn qua tài khoản vãng lai và tài khoản tài chính của tất cả quốc gia châu Á mới nổi đều thể hiện rằng Mỹ là đối tác quan trọng cả về thương mại và đầu tư, và chắc rằng một phần

TSSL chứng khoán ở những quốc gia này phải chịu ảnh hưởng từ sự biến động của đồng đôla. Để tránh vấn đề cộng tuyến trong hồi quy, bài viết không thêm vào mô hình những tỷ giá hối đoái riêng lẻ khác

Sáu quốc gia Đông Nam Á trong mẫu gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và VN. Tỷ giá hối đoái danh nghĩa (USD/nội tệ, cụ thể là các cặp tỷ giá USD/IDR, USD/MYR, USD/PHP, USD/SGD, USD/THB, USD/VND) và chỉ số giá tiêu dùng CPI (năm gốc 2010) của mỗi nước được lấy từ cơ sở dữ liệu IFS (International Financial Statistics) của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF). Chỉ số MSCI ACWI (Morgan Stanley Capital International - All Country World Index) là thước đo cho TSSL thị trường thế giới, chỉ số thị trường chứng khoán 6 nước Đông Nam Á¹, được lấy từ Datastream.

Các biến số được sử dụng trong bài viết được thu thập hàng tháng từ tháng 01/2009 đến tháng 12/2014, thời gian gồm 72 tháng tạo thành một dữ liệu bảng (panel data) với tổng cộng 432 quan sát.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

3.2.1. Mô hình hồi quy

Đề tài dựa vào phương pháp thực nghiệm đã được đề cập trong nghiên cứu của Lin (2011). Mô hình chuẩn dùng để kiểm định RRTG như sau:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{w,t} + \theta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$R_{w,t}$ là TSSL danh mục thị trường thế giới; $R_{i,t}$ là TSSL danh mục thị trường trong nước; $X_{i,t}$ là thay đổi tỷ giá không dự đoán trước, trong đó $X_{i,t} > 0$ thể hiện tỷ giá thực của đồng ngoại tệ tăng; $\varepsilon_{i,t}$ là sai số; và β_0, β_1, θ là các hệ số hồi quy. β_1 đo lường rủi ro biến động thị trường thế giới và θ đo lường rủi ro biến động tỷ giá hối đoái. θ có ý nghĩa thống kê hàm ý rằng sự thay đổi tỷ giá có ảnh hưởng đến lợi nhuận chứng khoán. Dấu của θ có thể âm hay dương phụ thuộc vào rủi ro (độ nhạy cảm) của quốc gia.

Vì mô hình chuẩn ở phương trình (1) không thể

dùng để kiểm định sự bất cân xứng, nên cần mở rộng mô hình chuẩn bằng cách phân tích vector X_t thành các thành phần âm và dương, nghĩa là:

$$X_{i,t}^+ = \text{Max}(X_{i,t}, 0) \quad \text{và} \quad X_{i,t}^- = \text{Min}(X_{i,t}, 0)$$

và viết lại phương trình (1) như sau:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{w,t} + \theta^+ X_{i,t}^+ + \theta^- X_{i,t}^- + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Phương trình (2) có thể sử dụng để kiểm định giả thuyết RRTG là cân xứng, nghĩa là:

$$H_0: \theta^+ = \theta^- = \theta$$

đối lập với giả thuyết rủi ro là bất cân xứng, nghĩa là:

$$H_1: \theta^+ \neq \theta^-$$

Phương trình (2) có thể được viết lại như sau:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{w,t} + (\beta_x + \beta_{D,x} D_{i,t}) X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó:

$$\beta_x = \theta^-, \beta_{D,x} = (\theta^+ - \theta^-), D_{i,t} = 1 \text{ nếu } X_{i,t} > 0$$

Công thức viết lại này trực quan hơn và giúp kiểm định trực tiếp cho giả thuyết bất cân xứng H_1 . Kiểm định tính bất cân xứng là tương đương với kiểm định rằng $\beta_{D,x}$ có ý nghĩa về mặt thống kê, bất kể dấu của hệ số. Với một giá trị đã cho của danh mục thị trường toàn cầu, RRTG sẽ bằng với β_x khi $X_{i,t} \leq 0$ và bằng $\beta_x + \beta_{D,x}$ khi $X_{i,t} > 0$.

Từ mô hình lý thuyết ở phương trình 3, bài viết kiểm định độ nhạy cảm tỷ giá tại thị trường các nước Đông Nam Á thông qua các phương trình sau:

$$INDEX_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MSCIACWI_t + \beta_2 NER_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} * NER_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$INDEX_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MSCIACWI_t + \beta_2 RER_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} * RER_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Bảng 1: Cách tính các biến trong phương trình ước lượng (4) và (5)

Biến nghiên cứu	Ký hiệu	Cách tính
TSSL của thị trường trong nước	INDEX	Phần trăm thay đổi trong INDEX hàng tháng, chỉ số giá chứng khoán của quốc gia thứ i
TSSL của thị trường thế giới	MSCIACWI	Phần trăm thay đổi trong chỉ số MSCI ACWI hàng tháng
Biến động tỷ giá hối đoái danh nghĩa	NER	Sử dụng tỷ giá hối đoái danh nghĩa song phương USD/nội tệ để tính toán
Biến động tỷ giá hối đoái thực	RER	Sử dụng tỷ giá hối đoái thực song phương USD/nội tệ để tính toán
Biến giả	D	D = 1 nếu NER (hoặc RER) > 0 và D = 0 trong trường hợp NER (hoặc RER) ≤ 0

¹ JCI INDEX, KLCI INDEX, PSEI INDEX, ST INDEX, SET INDEX và VNINDEX lần lượt là chỉ số chứng khoán cho thị trường Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và VN.

3.2.2. Sự can thiệp của ngân hàng trung ương

Tất cả NHTW tại các nước châu Á đều theo dõi rất chặt chẽ biến động tỷ giá hối đoái. Hơn nữa, người ta tin rằng các NHTW tại những nước này cố gắng giữ cho đồng tiền của họ định giá thấp sau khủng hoảng tài chính 2008 để hỗ trợ nâng cao tính cạnh tranh cho xuất khẩu. Rất nhiều biện pháp can thiệp được thực hiện một cách bí mật (Hung, 1997), nhưng thông qua kiểm tra sự tăng - giảm của dự trữ ngoại hối thì những hành vi này có thể bị phát hiện. Do đó trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng những biến động dự trữ ngoại hối giống như một thước đo cho những can thiệp của NHTW, để điều tra mối quan hệ giữa rủi ro ngoại hối và những can thiệp của NHTW.

Với mục đích nghiên cứu độ nhạy cảm tỷ giá thông qua việc đánh giá tác động của biến động tỷ giá đến TSSL chứng khoán thông qua dữ liệu bảng, khung phân tích hồi quy kết quả nghiên cứu gồm có các bước sau:

- Sử dụng kiểm định nghiệm đơn vị Levin-Lin-Chu (LLC Test - 2002) và Im-Pesaran-Shin (IPS Test - 2003) để kiểm tra tính dừng cho dữ liệu bảng. Levin, Lin và Chu (2002) là một trong những kiểm định nghiệm đơn vị đầu tiên được phát triển cho dữ liệu dạng bảng và có hạn chế trong việc chống lại giả thuyết thay thế, đặc biệt là khi mẫu nhỏ. Im, Pesaran và Shin (2003) sử dụng mô hình đề xuất cách kiểm định nghiệm đơn vị mới linh hoạt hơn và tính toán đơn giản cho dữ liệu bảng (được gọi là thống kê t-bar), cho phép kiểm tra đồng thời các chuỗi dừng và không dừng.

- Kết quả được hồi quy theo 3

cách: Mô hình tác động cố định FEM (Fixed effects model); tác động ngẫu nhiên REM (Random effects model) và OLS gộp (Pooled OLS). Đồng thời bài viết sử dụng các kiểm định Likelihood ratio, Hausman, Breusch - Pagan Lagrangian multiplier để lựa chọn mô hình phù hợp nhất cho chuỗi dữ liệu bảng.

- Hồi quy theo phương pháp GLS (Generalized Least Squares) để khắc phục phương sai thay đổi và/ hoặc tự tương quan nhằm đạt được tính hiệu quả cho mô hình.

- Đánh giá hiệu quả can thiệp của NHTW các nước vào thị trường ngoại hối thông qua phân tích biến động của dự trữ ngoại hối.

- 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.

Dữ liệu các biến số thu thập được xử lý kết quả trên phần mềm Stata 12.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Trước hết tác giả thực hiện thống kê mô tả và cuối cùng là phân tích hồi quy kết quả.

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày số liệu thống kê mô tả cho TSSL hàng tháng của danh mục thị trường khu vực Đông Nam Á (INDEX), TSSL danh mục thị trường toàn cầu (MSCIACWI), biến động tỷ giá hối đoái danh nghĩa song phương (NER), biến động tỷ giá thực song phương (RER) của từng quốc gia và toàn mẫu. Theo đó, có thể thấy rằng trong giai đoạn 2009-2014, TSSL thị trường trung bình của khu vực và toàn cầu đều dương nhưng TSSL của khu vực có giá trị cao vượt trội và mức độ biến động lớn so với toàn cầu, chúng ta có thể kỳ vọng một trong những nguyên nhân tác động vào sự bất ổn này là ảnh hưởng của biến động tỷ giá.

Những thay đổi tỷ giá hối đoái danh nghĩa bình quân thể hiện đồng nội tệ giảm giá so với USD nhưng biến động tỷ giá thực bình quân lại âm, nghĩa là đồng nội tệ có xu hướng tăng giá thực, đây là kết quả của chênh lệch lạm phát cao và ngày càng tăng giữa khu vực Đông Nam Á và thị trường Mỹ (Hình 1). Điều này sẽ tác động là giảm khả năng cạnh tranh thương mại của các nước ASEAN, nhất là trong bối cảnh hội nhập kinh tế cao hiện nay.

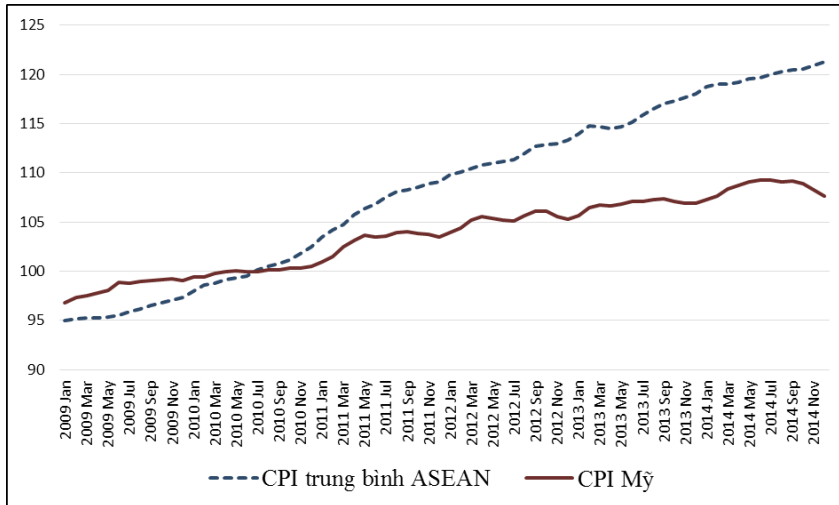
Kết quả kiểm định tính dừng ở Bảng 3 cho thấy giả thuyết về

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến

Biến	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
INDEX	432	0.0148969	0.0530967	-0.1674	0.266786
MSCIACWI	432	0.0095585	0.0472393	-0.10023	0.114829
NER	432	0.0005382	0.0189221	-0.0745	0.092
D*NER	432	0.0067063	0.0132103	0	0.092
RER	432	-0.0013259	0.0191211	-0.0693	0.0831
D*RER	432	0.0062924	0.0126108	0	0.0831

Obs: số quan sát; Mean: giá trị trung bình; Std. Dev: độ lệch chuẩn; Min: giá trị nhỏ nhất; Max : giá trị lớn nhất

Hình 1: CPI trung bình của 6 nước ASEAN và CPI của Mỹ giai đoạn 2009-2014 (năm 2010 = 100)



Nguồn: dữ liệu IFS của IMF

Bảng 3: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị của dữ liệu bảng (panel unit-root test)

Variable	LLC Test		IPS Test	
	Statistic	p-value	Statistic	p-value
INDEX	-9.9258	0.0000***	-12.2857	0.0000***
MSCIAWCI	-13.4083	0.0000***	-13.3193	0.0000***
NER	-11.2083	0.0000***	-13.3259	0.0000***
D*NER	-8.5466	0.0000***	-13.1209	0.0000***
RER	-12.7318	0.0000***	-13.7210	0.0000***
D*RER	-9.6837	0.0000***	-13.4399	0.0000***

***: Có ý nghĩa thống kê ở mức 1%

Bảng 4: Kết quả hồi quy độ nhạy cảm tỷ giá theo phương trình (4):

$$\text{INDEX}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{MSCIAWCI}_{i,t} + \beta_2 \text{NER}_{i,t} + \beta_3 \text{D*NER}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Variable	Pooled OLS	FEM	REM
MSCIAWCI	0.3713566*** (7.06)	0.3691755*** (7.00)	0.3708143*** (7.06)
NER	-1.182976*** (-4.93)	-1.209624*** (-4.75)	-1.189308*** (-4.90)
D*NER	0.6102628* (1.88)	0.6385421* (1.83)	0.6167636* (1.87)
Constant	0.0078913*** (2.63)	0.0077369** (2.49)	0.0078563** (2.40)
R ²	0.2979	0.2978	0.2979
Likelihood ratio test	F statistic = 0.92		
Breusch-Pagan LM test	Chi-Sq. Statistic = 0.16		
White test	Chi-Sq. Statistic: = 28.79***		
Wooldridge test	F statistic = 0.005		

Ghi chú: Giá trị thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn.

*, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

nghiệm đơn vị bị bác bỏ nghĩa là các biến đều dừng ở chuỗi gốc, đây là điều kiện để tránh đưa đến kết quả hồi quy giả mạo.

4.2. Kết quả hồi quy

4.2.1 Độ nhạy cảm tỷ giá với tỷ giá danh nghĩa song phương

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy phương trình (4) nhằm kiểm định tác động của biến động tỷ giá danh nghĩa đến TSSL chứng khoán. Đề tài lần lượt hồi quy theo ba mô hình: Pooled OLS, fixed effect model - FEM và random effect model - REM. Hệ số F statistic của kiểm định Likelihood ratio cho thấy chấp nhận giả thuyết Ho nghĩa là mô hình pooled OLS phù hợp hơn FEM. Hệ số Chi2 của kiểm định Breusch-Pagan cũng cho kết quả là chấp nhận giả thuyết Ho, mô hình pooled OLS là phù hợp hơn REM.

Để kết quả mô hình hồi quy đạt được tính hiệu quả, tác giả kiểm định phương sai thay đổi và tự tương quan thông qua các kiểm định White và Wooldridge. Kết quả từ kiểm định White bác bỏ giả thuyết Ho về phương sai thuần nhất, còn kiểm định Wooldridge thì bác bỏ giả thuyết Ho về sự tồn tại của tự tương quan bậc nhất trong mô hình.

Bảng 5 được hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục phương sai thay đổi. Kết quả ước lượng về các hệ số hồi quy cho thấy TSSL chứng khoán trong khu vực chịu ảnh hưởng tác động cùng chiều với TSSL của thị trường toàn cầu, đồng nhất với nghiên cứu của Lin (2011), cụ thể khi TSSL của TTCK toàn cầu tăng 1% thì trung bình TSSL chứng khoán trong khu vực 6 nước Đông Nam Á tăng trung bình gần 0.43% (các yếu tố còn lại không thay đổi). Đây là

Bảng 5: Kết quả hồi quy phương trình (4) theo phương pháp GLS

Variable	Beta coefficient	Standard error	z-statistic	p-value
MSCIAWCI	0.4284895***	0.0450748	9.51	0.000
NER	-1.043651***	0.1908101	-5.47	0.000
DTNER	0.4855249*	0.2659888	1.83	0.068
Constant	0.0077027***	0.0026295	2.93	0.003

*, **, *** tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ Stata 12

Bảng 6: Độ mở thương mại của sáu nước ASEAN giai đoạn 2009 - 2014

Quốc gia	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Indonesia	35,79%	40,92%	46,11%	44,53%	49,51%	43,69%
Malaysia	134,99%	140,47%	149,12%	137,64%	144,41%	144,70%
Philippines	48,68%	53,65%	50,88%	45,96%	45,75%	45,72%
Singapore	258,57%	264,66%	291,15%	266,13%	262,05%	262,85%
Thái Lan	105,63%	112,94%	135,12%	129,08%	130,87%	123,11%
VN	125,99%	136,38%	148,77%	147,97%	154,79%	160,96%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả từ dữ liệu IFS của IMF.

Bảng 7: Tỷ trọng tài khoản vãng lai/GDP của 6 nước ASEAN giai đoạn 2009 - 2014

Quốc gia	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Indonesia	1,78%	0,72%	0,21%	-2,86%	-3,90%	-3,00%
Malaysia	15,28%	10,44%	12,02%	6,05%	3,90%	4,60%
Philippines	4,88%	3,50%	2,55%	2,71%	4,38%	3,60%
Singapore	16,23%	22,34%	22,74%	16,81%	18,09%	19,10%
Thái Lan	8,07%	2,97%	2,68%	-0,39%	-0,74%	3,80%
VN	-6,55%	-3,75%	0,18%	5,82%	5,56%	4,40%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả từ dữ liệu IFS của IMF; số liệu 2014 cập nhật từ Asian development outlook 2015- ADB.

Bảng 8: Giá trị dòng vốn đầu tư danh mục thuần của 5 nước ASEAN giai đoạn 2009 - 2013 (đơn vị: triệu USD)

Quốc gia	2009	2010	2011	2012	2013
Indonesia	10.336	13.202	3.806	9.206	10.900
Malaysia	-291	14.994	8.678	18.928	-731
Philippines	2.054	4.890	3.663	3.205	1.001
Thái Lan	-5.551	9.805	3.966	5.992	-7.333
VN	-71	2.370	1.412	1.990	1.469

Nguồn: Dữ liệu IFS của IMF.

kết quả của việc mở cửa thị trường về mặt thương mại lẫn đầu tư của các nước ASEAN. Xét về độ mở thương mại (tỷ trọng tổng kim ngạch xuất nhập khẩu/GDP), tiêu chí đánh giá mức độ hội nhập của một quốc gia vào thương mại quốc

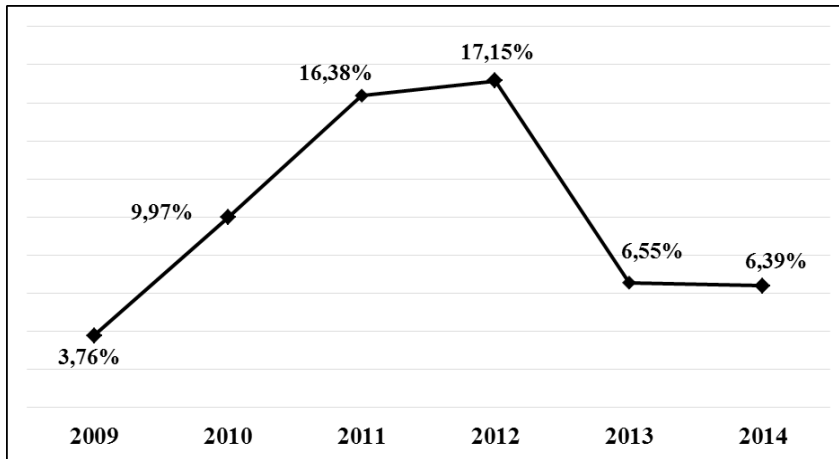
tế thì có đến 4 quốc gia trong mẫu nghiên cứu có độ mở rất cao (liên tục trên 120%) (Bảng 6). Đây cũng chính là kết quả của chính sách mở cửa tài khoản vốn để đón nhận dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, đặc biệt những ngành sản

xuất thâm dụng lao động sẽ tận dụng được ưu thế nhân công giá rẻ của khu vực. Theo số liệu về chỉ tiêu KAOPEN của Chinn-Ito thì độ mở tài khoản vốn của khu vực đặc biệt cao trong giai đoạn 2000 đến 2009 với giá trị trung bình từ 0,52 đến 0,61 và giảm xuống 0,39 trong giai đoạn 2010 đến 2013 trong xu thế chung về kiểm soát dòng vốn của các nước sau khủng hoảng tài chính 2008.

Độ nhạy cảm tỷ giá của danh mục thị trường 6 nước Đông Nam Á được đánh giá qua hệ số ước lượng của biến NER là -1,043651, nghĩa là khi biến động tỷ giá danh nghĩa tăng 1% (USD tăng giá, nội tệ giảm giá) sẽ làm giảm TSSL chứng khoán trong khu vực trung bình là 1,043651% (các yếu tố còn lại không thay đổi) và ngược lại. Kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của Lin (2011); Tsai (2012); Al-Shboul và Anwar (2014) khi cho rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa độ nhạy cảm tỷ giá và TSSL chứng khoán. Có thể giải thích từ thực tế là 6 nước trong giai đoạn 2009-2014 hầu hết đều thặng dư trên cán cân vãng lai (Bảng 7), đồng thời họ đón nhận dòng vốn đầu tư danh mục rất lớn (ngoại trừ Singapore với đặc trưng là nước xuất khẩu vốn thì 5 nước còn lại đều đón nhận dòng vốn đầu tư danh mục (foreign portfolio investment - FPI) vào thuần trên cán cân thanh toán - Bảng 8).

Kết quả từ vị thế tài khoản vãng lai và đầu tư dẫn đến việc gia tăng giá trị tài sản nước ngoài ròng liên tục (Hình 2) và tạo áp lực tăng giá nội tệ, đồng thời cung tiền trong nước cũng gia tăng khiến lạm phát của các nước Đông Nam Á tăng trong thời kỳ này. Điều này sẽ ảnh hưởng bất lợi đến các DN trong khu

Hình 2: Tốc độ tăng trưởng trung bình giá trị tài sản nước ngoài ròng (NFA) của 6 nước ASEAN giai đoạn 2009-2014



Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả từ dữ liệu IFS của IMF.

Bảng 9: Kết quả hồi quy độ nhạy cảm tỷ giá theo phương trình (5): $INDEX_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MSCIAWCI_t + \beta_2 RER_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} * RER_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

Variable	Pooled OLS	FEM	REM
MSCIAWCI	0.4096334*** (7.69)	0.410463*** (7.69)	0.409633*** (7.69)
RER	-0.9384457*** (-4.01)	-0.91187*** (-3.83)	-0.93845*** (-4.01)
D*RER	0.5317279 (1.57)	0.490889 (1.41)	0.531728 (1.57)
Constant	0.0063912** (1.96)	0.006676** (2.02)	0.006391** (1.96)
R ²	0.2735	0.2735	0.2735
Likelihood ratio test	F statistic = 0.77		
Breusch-Pagan LM test	Chi-Sq. Statistic = 0.00		
White test	Chi-Sq. Statistic = 28.79***		
Wooldridge test	F statistic = 0.230		

Ghi chú: Giá trị thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn..

, * tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 5% và 1%

vực và thị trường chứng khoán.

Đặc biệt một vấn đề cần được xem xét là tình trạng “đô la hóa các khoản nợ”. Chính phủ và DN các nước ASEAN khi vay nợ nước ngoài dưới hình thức vay ưu đãi, vay thương mại hay phát hành trái phiếu đều phải định danh bằng ngoại tệ mạnh chính là USD. Nợ nước ngoài bằng ngoại tệ của các nước theo số liệu thống kê của ADB tăng từ 415,16 tỷ USD năm 2009 đến 613,59 tỷ USD năm 2012, trong khi giá trị của thị trường trái phiếu nội địa ASEAN với mức tăng

trung bình hàng năm là 43,31% từ 2003 và đạt quy mô là 172,16 tỷ USD năm 2013. Dù có tốc độ phát triển cao nhưng rõ ràng thị trường trái phiếu nội địa vẫn chiếm tỷ trọng thấp so với nợ ngoại tệ. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Lin (2011) với nhận định các thị trường mới nổi có hiện tượng đô la hóa nợ, không thể vay nước ngoài bằng nội tệ của họ mà phải vay bằng ngoại tệ hoặc các nước này đóng vai trò là những quốc gia phụ thuộc nhập khẩu (đặc biệt là tư liệu sản xuất), trong khi đó các

DN đánh giá thấp việc phòng ngừa nội tệ giảm giá dẫn đến khi nội tệ giảm giá thì nợ đô la quá mức, ảnh hưởng đến giá trị ngoại bảng của báo cáo tài chính DN, vị thế nhà đầu tư cổ phiếu chịu áp lực rủi ro hơn trước chủ nợ, kết quả là TSSL chứng khoán sụt giảm.

Hệ số ước lượng của biến tương tác $D * RER$ là 0,4855249 và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% cho thấy rằng có sự tồn tại của RRTG tại TTCK Đông Nam Á và đặc biệt đây là rủi ro bất cân xứng. Cụ thể là khi tỷ giá danh nghĩa tăng (nội tệ giảm giá) 1% sẽ làm tăng trung bình 0,486% TSSL thị trường khu vực, trong khi tỷ giá danh nghĩa giảm (nội tệ tăng giá) 1% thì TSSL thị trường khu vực không đổi. Như đã phân tích thì trong thương mại và đầu tư quốc tế, các nước Đông Nam Á phụ thuộc rất lớn vào thị trường bên ngoài, nên khi nội tệ có xu hướng giảm giá thì một mặt sẽ tạo thuận lợi cho hoạt động xuất khẩu, đồng thời các DN sẽ chú trọng vào việc tiến hành xây dựng các chiến lược phòng ngừa RRTG theo cách thức truyền thống là cân đối lại nguồn thu chi ngoại tệ bằng việc gia tăng cường độ thương mại nội vùng, hoặc phòng ngừa tài chính bằng các công cụ phái sinh.

4.2.2. Độ nhạy cảm tỷ giá với tỷ giá thực song phương

Bảng 9 trình bày kết quả hồi quy phương trình (5) nhằm kiểm tra tác động của biến động tỷ giá thực đến TSSL chứng khoán. Hệ số F statistic của kiểm định Likelihood ratio và hệ số Chi2 của kiểm định Breusch-Pagan cho thấy mô hình pooled OLS là phù hợp. Kết quả từ kiểm định White và Wooldridge cho thấy không có hiện tượng tự tương quan bậc nhất nhưng mô hình gặp phải vấn đề phương sai

Bảng 10: Kết quả hồi quy phương trình (5) theo phương pháp GLS

Variable	Beta coefficient	Standard error	z-statistic	p-value
MSCIAWCI	0.460589***	0.045673	10.08	0.000
RER	-0.90453***	0.183925	-4.92	0.000
D*RER	0.557912**	0.267152	2.09	0.037
Constant	0.005586**	0.002706	2.06	0.039

, * tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 5% và 1%

Bảng 11: Thống kê sự thay đổi dự trữ ngoại hối các nước giai đoạn 2005 -2014 (đơn vị: USD)

Quốc gia	Mức độ biến động trung bình hàng tháng ^(*)		Độ lệch chuẩn của biến động hàng tháng	
	2005 – 2008	2009 - 2014	2005 - 2008	2009 - 2014
Indonesia	1.428.362.104	2.343.760.434	1.803.564.313	3.034.957.401
Malaysia	2.425.267.017	1.652.142.015	3.614.498.969	2.923.228.179
Philippines	504.504.090	974.763.763	552.736.816	1.327.717.145
Singapore	2.308.590.026	3.621.099.791	2.757.033.586	4.563.716.122
Thái Lan	1.751.470.437	2.617.983.785	2.319.269.282	3.251.912.698
VN	588.632.480	865.984.656	706.460.821	1.191.766.084

(*) Theo giá trị tăng/giảm tuyệt đối

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả từ dữ liệu IFS của IMF.

của sai số thay đổi.

Bảng 10 được hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục phương sai thay đổi. Kết quả hồi quy tương đồng với việc đánh giá độ nhạy cảm tỷ giá danh nghĩa (dấu hệ số hồi quy của Bảng 5 và Bảng 10 là giống nhau). Cụ thể là độ nhạy cảm tỷ giá bất cân xứng vẫn tồn tại với hệ số ước lượng của biến tương tác D*RER là 0,557912 (nếu so sánh với kết quả ở Bảng 5 thì rõ ràng mức độ bất cân xứng của RRTG rõ nét hơn khi đánh giá bằng tỷ giá thực). Khi đồng nội tệ thực giảm giá là giảm TSSL của danh mục thị trường nội địa (hệ số hồi quy của biến RER là âm) do sự phụ thuộc vào dòng vốn tài trợ từ thị trường nước ngoài nhưng việc giảm giá thực cũng giúp cải thiện được tình hình xuất khẩu. Đây cũng là một điểm đáng lưu ý trong điều hành chính sách tỷ giá của ngân hàng trung ương các nước Đông Nam Á.

4.2.3. Can thiệp của ngân hàng trung ương

Tất cả NHTW đều theo dõi biến động giá trị đồng nội tệ trên thị trường ngoại hối, và khi tỷ giá hối đoái biến động mạnh thì hệ số can thiệp trực tiếp hoặc gián tiếp để điều chỉnh lại sự bất ổn này. Khi muốn duy trì hoặc làm giảm tỷ giá hối đoái, các NHTW can thiệp vào thị trường ngoại hối bằng cách mua nội tệ và bán dự trữ ngoại hối mà phần lớn là USD. Để kiểm tra xem liệu RRTG có liên quan với các quyết định của NHTW hay không, tác giả đo lường độ lệch chuẩn của thay đổi trong dự trữ ngoại hối. Dự đoán như sau: nếu độ lệch chuẩn của thay đổi trong dự trữ ngoại hối lớn, ngụ ý rằng các NHTW thường xuyên can thiệp đến thị trường ngoại hối, thì kỳ vọng rằng RRTG sẽ thấp hơn.

Bảng 11 trình bày giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của thay đổi về dự trữ ngoại hối cho từng quốc gia trong mẫu nghiên cứu. Các

số liệu cho thấy hầu hết độ lệch chuẩn của biến động dự trữ ngoại hối trong giai đoạn 2009 – 2014 tại các nước đều lớn hơn thời kỳ 2005-2008. Như vậy sau khủng hoảng tài chính 2008, NHTW các nước khu vực Đông Nam Á (trừ Malaysia) đã có sự can thiệp tích cực hơn vào thị trường ngoại hối so với thời kỳ trước nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và cân bằng cán cân thanh toán quốc tế. Tuy sự can thiệp này giúp ổn định tỷ giá danh nghĩa nhưng do ảnh hưởng của lạm phát và sự phụ thuộc vào thị trường bên ngoài nên vẫn xuất hiện độ nhạy cảm tỷ giá thể hiện qua việc thị trường đòi hỏi phần bù tỷ giá trong TSSL chứng khoán.

4.2.4. Tính chắc chắn của kết quả hồi quy

4.2.4.1. Độ nhạy cảm tỷ giá và chế độ tỷ giá

Sáu quốc gia Đông Nam Á trong mẫu nghiên cứu theo dõi các chế độ tỷ giá khác nhau (Bảng 12). Căn cứ theo báo cáo hằng năm về chế độ tỷ giá của IMF thì có thể chia thành hai nhóm là các nước theo đuổi chế độ thả nổi (Floating) gồm Indonesia, Philippines và Thái Lan; nhóm còn lại gồm Malaysia, Singapore và VN thì có tác động tích cực trong việc kiểm soát tỷ giá. Việc NHTW tuyên bố neo giữ tỷ giá có thể giúp hạn chế và loại trừ RRTG tác động đến TSSL chứng khoán.

Để xem xét khả năng ảnh hưởng việc áp dụng hệ thống tỷ giá có sự can thiệp cao của NHTW đến độ nhạy cảm tỷ giá, đề tài tiến hành hồi quy lại phương trình (4) và (5) theo mẫu nghiên cứu nhỏ chỉ gồm 3 nước Malaysia, Singapore và VN.

Kết quả hồi quy ở Bảng 13 cho thấy trong nhóm các nước này thì

Bảng 12: Chế độ điều hành tỷ giá các nước giai đoạn 2009 -2014

Quốc gia	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Indonesia	Floating	Floating	Floating	Floating	Crawl-like arrangement	Floating
Malaysia	Floating	Other managed	Other managed	Other managed	Other managed	Other managed
Philippines	Floating	Floating	Floating	Floating	Floating	Floating
Singapore	Floating	Other managed	Other managed	Other managed	Crawl-like arrangement	Stabilized arrangement
Thái Lan	Floating	Floating	Floating	Floating	Floating	Floating
VN	Other managed	Stabilized arrangement	Stabilized arrangement	Stabilized arrangement	Stabilized arrangement	Stabilized arrangement

Nguồn: IMF - Annual report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2009-2014.

độ nhạy cảm tỷ giá vẫn hiện hữu, đồng nội tệ giảm giá sẽ làm giảm TSSL trung bình của danh mục thị trường các nước ASEAN (hệ số hồi quy lần lượt là -0,6396 đối với biến NER, -0,5216 đối với biến RER và có ý nghĩa thống kê nhưng mức độ tác động giảm so với hồi quy toàn mẫu. Như vậy trong chế độ tỷ giá có quản lý thì làm giảm đáng kể ảnh hưởng bất lợi của RRTG nhưng vẫn không thể loại trừ hoàn toàn độ nhạy cảm tỷ giá. Vì vậy tầm quan trọng của việc phòng ngừa rủi ro cũng như yêu cầu phân bù cho RRTG vẫn cần được xem xét trong việc định giá tài sản tài chính ngay cả trong chế độ tỷ giá có quản lý.

4.2.4.2 Vấn đề nội sinh – Phương pháp hồi quy GMM

Nghiên cứu ban đầu chỉ sử dụng một biến số vĩ mô nội địa là biến động tỷ giá trong phương trình (4) và (5) nên có khả năng dẫn đến hiện tượng nội sinh do bỏ sót biến và ảnh hưởng đến tính vững của mô hình. Vì vậy đề giải quyết vấn đề này, bài viết hồi quy lại hai phương trình này theo phương pháp GMM cho dữ liệu bảng được Arellano và Bond (1991) đề xuất. Để ước lượng theo phương pháp này, mô hình sẽ được thêm vào biến độc lập là biến trễ một kỳ của biến phụ thuộc, đồng thời các biến công cụ

được sử dụng là biến trễ một kỳ của biến tỷ giá. Để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi thì khi thực hiện ước lượng sẽ sử dụng ma trận trọng số của White (tùy chọn robust trong câu lệnh). Kết quả hồi quy được trình bày trong Bảng 14.

Kiểm định Sargan về điều kiện xác định mô hình (Overidentifying

restrictions) chấp nhận giả thuyết Ho, các biến công cụ sử dụng là phù hợp. Kết quả từ hồi quy GMM cho thấy vẫn tồn tại RRTG đặc biệt là RRTG bất cân xứng với dấu của hệ số tương quan và mức ý nghĩa thống kê là tương đồng với kết quả từ hồi quy GLS.

Từ kết quả hồi quy GLS và

Bảng 13: Kết quả hồi quy phương trình (4) và (5) theo phương pháp GLS với mẫu nghiên cứu 3 nước ASEAN

Variable	Phương trình (4)		Phương trình (5)	
	Beta coefficient	z-statistic	Beta coefficient	z-statistic
MSCIAWCI	0.3037252***	4.57	0.3161919***	4.74
NER	-0.6396316**	-2.13		
DTNER	0.1010969	0.24		
RER			-0.521584*	-1.76
DTRER			0.0831276	0.2
Constant	0.0093235***	2.37	0.0086691***	2.14

*, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%; 5% và 1%

Bảng 14: Kết quả hồi quy phương trình (4) và (5) theo phương pháp GMM

Variable	Phương trình (4)		Phương trình (5)	
	Beta coefficient	z-statistic	Beta coefficient	z-statistic
INDEX(-1)	0.091403***	0.03223	0.109415***	3.29
MSCIAWCI	0.374098***	0.088593	0.407148***	4.43
NER	-1.15592***	0.263202		
DTNER	0.543249*	0.279538		
RER			-0.91701***	-5.08
DTRER			0.439604**	2.44
Constant	0.006559**	0.002941	0.004999**	1.99
Sargan test	Chi-Sq. Statistic: = 364.5486		Chi-Sq. Statistic: = 366.4912	

*, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%; 5% và 1%



GMM càng khẳng định đối với TTCK sáu nước Đông Nam Á, sau khủng hoảng tài chính 2008 cho đến nay (giai đoạn từ 2009 đến 2014), tính bất ổn tỷ giá là một rủi ro thị trường luôn tồn tại và tồn tại một cách bất cân xứng, có ảnh hưởng trái chiều đến TSSL 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 TTCK thế giới có ảnh hưởng cùng chiều đến TTCK trong khu vực.

5. Kết luận

Đề tài này là nghiên cứu thực nghiệm đánh giá tác động của biến động tỷ giá đến TSSL chứng khoán tại thị trường sáu nước Đông Nam Á (Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và VN). Vì các thị trường này là thị trường phân khúc một phần, giá tài sản không giống nhau trên mỗi thị trường và điều này là trái ngược với các nước phát triển bởi thể RRTG nên được xem xét trong mô hình định giá ở những nền kinh tế này. Thêm vào đó, các nước châu Á thực hiện chế độ tỷ giá “thả nổi có quản lý” và do đó có sự can thiệp của NHTW

vào thị trường ngoại hối, khiến cho RRTG không dễ dàng được xác định. Ngoài ra, dòng chu chuyển vốn về thương mại và đầu tư của nhiều nước châu Á chịu tác động rất lớn giai đoạn sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, vì vậy điều quan trọng là cần phải đo lường tác động của thay đổi tỷ giá tới TSSL chứng khoán ở những thị trường này để xem xét liệu RRTG có trở nên rõ ràng trong các thời kỳ này hay không.

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu này, chúng tôi đã ước lượng mô hình đo lường độ nhạy cảm tỷ giá và đánh giá mức độ bất cân xứng của độ nhạy cảm tỷ giá. Bài viết 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, chúng tôi cũng xem xét sự can thiệp của NHTW có ngăn chặn thành công RRTG không. Dữ liệu nghiên cứu dạng bảng trong khoảng thời từ tháng 1/2009 đến tháng 12/2014. Nghiên cứu kiểm định đơn vị của chuỗi dữ liệu kết quả cho thấy dữ liệu các biến đều dừng ở chuỗi gốc. Do chuỗi dữ liệu bị phương sai thay đổi, nên phương pháp

GLS được chọn để xử lý mô hình. Phương pháp GMM được bổ sung nhằm kiểm tra tính chắc chắn trong mô hình.

Kết quả chứng minh có tồn tại RRTG trên diện rộng ở khu vực quốc gia nghiên cứu. Cụ thể hơn, mặc dù có sự can thiệp tích cực của NHTW trong giai đoạn 2009-2014 thông qua biến động của dự trữ ngoại hối, nhưng vẫn xuất hiện độ nhạy cảm tỷ giá, TSSL 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 hóa 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 DN tìm hướng cân đối giảm áp lực ngoại tệ cho nhập khẩu từ việc gia tăng thương mại nội vùng.

(Xem tiếp trang 99)