

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH



ĐỀ TÀI

NGHIÊN CỨU KHOA HỌC

Mã số:

ĐỀ TÀI: MỐI QUAN HỆ GIỮA ĐỘ NHẠY CẢM
TỶ GIÁ VÀ TỶ SUẤT SINH LỢI.
BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM Ở VIỆT NAM

04/2014

TÓM TẮT ĐỀ TÀI

Bài viết này nghiên cứu về tầm quan trọng của rủi ro tỷ giá hối đoái trong tiến trình tạo ra lợi nhuận cho một lượng lớn 102 tổ chức phi tài chính của Việt Nam. Khi có sự biến động của tỷ giá, điều này sẽ làm tác động đến tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty. Tuy nhiên nếu xét chung trong các thời kì mà không chia ra giai đoạn nội tệ tăng giá hay giảm giá thì dường như không tồn tại mối quan hệ này. Trong bài nghiên cứu này, chúng tôi chỉ ra được rằng những ảnh hưởng của rủi ro tỷ giá hối đoái đến tỷ suất sinh lợi chứng khoán là mối quan hệ có điều kiện. Điều này có nghĩa là mối quan hệ này chỉ tồn tại khi xét trong giai đoạn đồng nội tệ tăng giá hay giảm giá mà thôi. Thêm vào đó, khi thực hiện phương trình thí nghiệm bổ xung chúng tôi cho ra một kết quả rằng các yếu tố rủi ro thực tại chính các yếu tố tương tác giữa bê ta thị trường và độ nhạy cảm của bê ta thị trường khoảng thời điểm đó cũng vẫn ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của các cổ phiếu công ty trong khoảng thời gian sau đó. Điều này chứng tỏ rằng độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá không chỉ ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của công ty trong giai đoạn này mà còn ảnh hưởng trong giai đoạn sau đó nữa.

MỤC LỤC

1.1.	Lý do nghiên cứu	1
1.2.	Tổng quan về bài nghiên cứu.....	1
1.2.1.	<i>Mục tiêu nghiên cứu</i>	1
1.2.2.	<i>Câu hỏi nghiên cứu</i>	2
1.2.3.	<i>Phương pháp nghiên cứu</i>	2
1.3.	Kết cấu bài nghiên cứu.....	3
2.	CÁC BÀI NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN.....	4
2.1.	Tác động của tỷ giá hối đoái đến tỷ suất sinh lợi của các công ty phi tài chính....	4
2.2.	Sự thay đổi của tỷ giá ảnh hưởng đến sự thay đổi của tỷ suất sinh lợi tạo ra một phần bù rủi ro tỷ giá	8
2.3.	Mối quan hệ vô điều kiện giữa độ nhạy cảm tỷ giá và tỷ suất sinh lợi.....	11
2.4.	Mối quan hệ có điều kiện giữa độ nhạy cảm tỷ giá và tỷ suất sinh lợi.....	15
3.	PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	20
3.1.	Phương pháp luận	20
3.1.1.	<i>Phương pháp đo độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá</i>	20
3.1.2.	<i>Phương pháp ước lượng phần bù tỷ suất sinh lợi</i>	21
3.1.3.	<i>Phương trình kiểm định bổ sung theo phương pháp chuẩn của Fama và Macbeth về các yếu tố rủi ro</i>	22
3.2.	Dữ liệu.....	22
4.	KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU	24
4.1.	Độ nhạy cảm của rủi ro tỷ giá.....	24
4.2.	Phần bù của tỷ suất sinh lợi trên sự thay đổi của tỷ giá.....	26

4.2.1.	<i>Bằng chứng về mối quan hệ vô điều kiện với tỷ suất sinh lợi</i>	26
4.2.2.	<i>Bằng chứng một mối quan hệ có điều kiện với tỷ suất sinh lợi</i>	28
4.2.3.	<i>Những mối quan hệ có điều kiện của tỷ suất sinh lợi và các yếu tố rủi ro tương quan</i>	34
4.3.	Kiểm định tính bền vững của mô hình	35
5.	CÁC GIẢI PHÁP PHÒNG NGỪA CÁC BIẾN ĐỘNG CỦA TỶ GIÁ.....	38
5.1.	Đối với ngân hàng Nhà nước	38
5.2.	Đối với các doanh nghiệp trong nước.....	41
5.2.1.	<i>Phương pháp dự báo tỷ giá</i>	41
5.2.2.	<i>Sử dụng linh hoạt các loại ngoại tệ cho phù hợp</i>	43
5.2.3.	<i>Lập ra quỹ dự phòng rủi ro tỷ giá</i>	44
5.2.4.	<i>Sử dụng hợp đồng xuất nhập khẩu song song</i>	44
5.2.5.	<i>Sử dụng các công cụ phái sinh</i>	44
6.	KẾT LUẬN.....	45
	PHỤ LỤC	47
	Phần 1.....	47
	Phần 2.....	54
	TÀI LIỆU THAM KHẢO	59

DANH MỤC BẢNG BIỂU

Bảng 1: Thống kê trung bình, trung vị,... của RJ, RM, RXR	24
Bảng 2 Bảng kết quả hồi quy của chỉ số giá trị thị trường và chỉ số tỷ giá trên tỷ suất sinh lợi chứng khoán của các công ty phi tài chính.	25
Bảng 3: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu (trong tháng tiếp theo) trên beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá (Fama và MacBeth, 1973)..	27
Bảng 4: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu (trong tháng tiếp theo) trên beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá theo giá trị tuyệt đối.....	27
Bảng 5 : Bảng danh mục High – Low.....	30
Bảng 6: Bảng kết quả hồi quy trong trường hợp đồng nội tệ tăng giá..	32
Bảng 7: Bảng này kết quả hồi quy trong trường hợp đồng nội tệ mất giá.....	32
Bảng 8: Bảng kết quả hồi quy trong trường hợp thị trường tăng giá..	33
Bảng 9: Bảng này kết quả hồi quy trong trường hợp thị trường mất giá..	33
Bảng 10: Trình bày các hệ số trung bình khi: tác động của rủi ro tỷ giá đến tỷ suất sinh lợi.....	34
Bảng 11: : Bảng kết quả hồi quy lấy biến số tỷ giá là tỷ giá đa phương danh nghĩa REER, tỷ giá song phương USD/VND và EUR/VND trong tất cả các giai đoạn....	36
Bảng 12: Bảng kết quả hồi quy lấy biến số tỷ giá là tỷ giá đa phương danh nghĩa REER, tỷ giá song phương USD/VND và EUR/VND trong hai trường hợp đồng nội tệ tăng giá và đồng nội tệ giảm giá..	37

DANH MỤC HÌNH ẢNH

Hình 1 : Dự đoán mối quan hệ giữa rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi..	29
Hình 2: Mối quan hệ giữa rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi trên cổ phiếu.....	30

I. GIỚI THIỆU

1.1. Lý do nghiên cứu

Trong thời kì hiện nay, xu thế hội nhập đang là xu thế tất yếu mà hầu hết quốc gia nào cũng đang muốn hướng tới. Bên cạnh những lợi ích to lớn cả về hữu hình lẫn vô hình thì việc này cũng dẫn đến khá nhiều thử thách cho mỗi quốc gia và các nhà đầu tư. Như chúng ta đã biết tỷ giá là một trong nguồn gốc rủi ro chính khiến nhiều doanh nghiệp trên thế giới rơi vào lao đao, và cũng là nguyên nhân dẫn đến sự ra đời của rất nhiều công cụ phòng chống rủi ro ngoại hối. Trong quá khứ, tác động của việc tỷ giá biến động nhiều hơn kể từ sau sự sụp đổ của chế độ tỷ giá Bretton Woods vào đầu thập niên 1970 đã kéo nhiều công ty lớn trên thế giới, đặc biệt là nhiều công ty tên tuổi của Mỹ và Nhật... vào những “rắc rối” về tỷ giá trong các thập niên 1980 và 1990. Chính vì vậy chúng tôi chọn đề tài về tỷ giá dựa chủ yếu trên bài nghiên cứu “Mối quan hệ có điều kiện của rủi ro tỷ giá lên tỷ suất sinh lợi của công ty trong nhóm thị trường mới nổi và thị trường đang phát triển” của nhóm tác giả Gordon M. Bodnar và cộng sự năm 2012.

1.2. Tổng quan về bài nghiên cứu

1.2.1. Mục tiêu nghiên cứu

Bài nghiên cứu này có mục tiêu chính là tìm hiểu rõ ràng về tầm quan trọng về rủi ro tỷ giá hối đoái trong tiến trình tạo ra lợi nhuận của các tổ chức phi tài chính. Chúng tôi trình bày các lập luận và kết quả kiểm định của các bài nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa tỉ suất sinh lợi cổ phiếu và độ nhạy cảm tỉ giá hối đoái và hơn nữa là mối liên hệ có điều kiện giữa tỉ suất sinh lợi cổ phiếu và Beta thị trường. Sau đó chúng tôi sẽ áp dụng các kết quả nghiên cứu này cho một quốc gia thuộc thị trường đang phát triển, không nằm trong mẫu khảo sát của các nhà nghiên cứu - Việt Nam để xem xét liệu rằng, mối quan hệ có điều kiện giữa độ nhạy cảm của tỷ giá hối đoái và tỉ suất sinh lợi tìm ra trong bài nghiên cứu gốc có đúng trong trường hợp của Việt Nam hay không?

1.2.2. Câu hỏi nghiên cứu

Bài nghiên cứu chủ yếu nghiên cứu về mối liên hệ có điều kiện của tỷ giá hối đoái lên tỷ suất sinh lợi của công ty ở một nền kinh tế mới nổi như Việt Nam. Để giải quyết vấn đề này các câu hỏi được đưa ra đó là:

Beta thị trường cùng với độ nhạy cảm của tỷ giá sẽ tác động thế nào đến tỷ suất sinh lợi của các chứng khoán?

Mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi và độ nhạy cảm tỷ giá được tìm thấy trong điều kiện nào? Nếu mối quan hệ đó là có điều kiện, thì các điều kiện đó là gì và sự tác động có khác nhau giữa thị trường mới nổi và thị trường phát triển hay không?

Lí thuyết tài chính dự đoán các công ty chịu tác động khá lớn của độ nhạy cảm tỷ giá hối đoái, nhưng thực nghiệm lại cho thấy sự tác động của độ nhạy cảm tỷ giá hối đoái lên tỷ suất sinh lợi cổ phiếu có nghĩa kinh tế và thống kê nhỏ. Câu hỏi đặt ra là liệu rằng các ước lượng thực nghiệm độ nhạy cảm tỷ giá hối đoái dù nhỏ nhưng có giá trị kinh tế và hữu ích cho các nhà đầu tư trên thị trường tài chính hay không?

Tác động có điều kiện lên tỷ suất sinh lợi là một phần bù độ nhạy cảm tỷ giá trong trường hợp có điều kiện hay chỉ là một cú sốc có điều kiện lên tỷ suất sinh lợi của công ty thông qua tác động của sự thay đổi tỷ giá hối đoái đối với dòng tiền hiện tại và dòng tiền dự đoán ở tương lai của các công ty?

1.2.3. Phương pháp nghiên cứu

Theo những đánh giá về tầm quan trọng của rủi ro tỷ giá hối đoái trong quá trình tạo ra tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần cấp công ty, chúng tôi đã chạy mô hình hồi quy để đánh giá những rủi ro khi đồng nội tệ mất giá cho 102 công ty phi tài chính ở Việt Nam. Dùng phương pháp hồi quy “rolling window” trong vòng 30 tháng liên tục để ước lượng độ nhạy cảm tỷ giá hối đoái và Beta thị trường cho từng công ty. Theo tiêu chuẩn đánh giá của Fama và MacBeth (1973), chúng tôi liên kết những đánh giá

này tới tỷ suất sinh lợi thực của công ty trong những tháng sau đó bằng mô hình hồi quy chéo để đạt được tác động trung bình trên mỗi đơn vị rủi ro tỷ giá trong tháng đó. Quá trình này được lập lại mỗi tháng cho phần còn lại của giai đoạn mẫu và những ước tính của tác động được tính trung bình hằng tháng trong suốt khoảng thời gian đó. Bởi vì thay đổi ngẫu nhiên của tỷ giá hối đoái và tác động trực tiếp và gián tiếp của nó trong giá trị hoạt động của công ty nên chúng tôi cho rằng để xác định vai trò của rủi ro tỷ giá hối đoái trong quá trình tạo ra tỷ suất sinh lợi trên cổ phần thì mối quan hệ giữa rủi ro tỷ giá hối đoái và tỷ suất sinh lợi về sau phải được xem xét trong điều kiện dựa trên sự thay đổi của tỷ giá hối đoái. Về mặt lý thuyết, mối quan hệ giữa rủi ro công ty (tới sự mất giá của đồng nội tệ) và diễn biến của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trong tương lai cùng chiều khi mà đồng tiền nội tệ mất giá, nhưng ngược chiều khi đồng nội tệ tăng giá. Kiểm định bổ sung cho lập luận trên bằng cách lấy giá trị tuyệt đối của sự thay đổi của tỷ giá hối đoái. Ước lượng riêng cho từng trường hợp đồng nội tệ tăng giá và giảm giá. Ước lượng tác động có điều kiện của các yếu tố rủi ro lên tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu bằng mô hình đa nhân tố.

1.3. Kết cấu bài nghiên cứu

Chương 1: Giới thiệu đề tài : trình bày một cách tổng quan ý tưởng, nội dung của bài nghiên cứu. Từ đó thấy được vấn đề chính cần thảo luận trong bài nghiên cứu.

Chương 2: Tổng quan các bài nghiên cứu trước đây. Trong chương này nhóm tổng hợp nội dung chính từ những bài nghiên cứu của các tác giả từ nhiều nước trên thế giới bàn về cùng chủ đề mà nhóm đang tìm hiểu. Từ đó thấy được những khác biệt từ các góc nhìn khác nhau và các điểm mạnh điểm yếu của từng phương pháp cũng như quan điểm của các tác giả về nhiều khía cạnh khác nhau của vấn đề.

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu. Trình bày phương pháp luận và nguồn dữ liệu được trình bày trong bài nghiên cứu.

Chương 4: Kết quả mô hình thực nghiệm ở Việt Nam

Chương 5: Đề xuất một số giải pháp ở Việt Nam

Chương 6: Kết luận: tóm lược lại các kết quả nghiên cứu và trả lời các câu hỏi nêu ra ở đầu bài.

2. CÁC BẢNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TRÊN THẾ GIỚI

Khi nói về mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và tỷ suất sinh lợi thì có rất nhiều bài nghiên cứu của nhiều tác giả đã nói về vấn đề này ở rất nhiều khía cạnh khác nhau. Họ đã đưa ra rất nhiều kết luận khác nhau về mối quan hệ này và cũng đưa ra bằng chứng chứng minh những lập luận của mình là đúng. Các kết luận này có thể hỗ trợ nhau, cũng có khi là phủ định lẫn nhau hoàn toàn trong khi đó các bằng chứng họ đưa ra cũng rất thuyết phục. Cho nên đến nay chúng ta không thể nào có thể đưa ra kết luận cụ thể nào về mối quan hệ này. Có nhiều nguyên nhân dẫn đến sự khác biệt này, do đặc điểm kinh tế đặc trưng của các quốc gia khác nhau thì khác nhau, đặc điểm của đồng tiền của từng quốc gia, do đặc điểm về thời gian khảo sát, vùng khảo sát, quy mô mẫu khác nhau của từng bài nghiên cứu cũng như là nhiều phương pháp nghiên cứu xác định khác nhau nên dẫn đến những ý kiến khác nhau của mối quan hệ giữa độ nhạy của rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi trên cổ phiếu của các công ty phi tài chính. Dưới đây là các bài nghiên cứu của các tác giả với những cái nhìn và những quan điểm khác nhau.

2.1. Tác động của tỷ giá hối đoái đến tỷ suất sinh lợi của các công ty phi tài chính

Phần lớn những nghiên cứu về ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái lên hoạt động kinh doanh của công ty đều đánh giá mức độ chịu rủi ro của các công ty hoạt động trong lĩnh vực phi tài chính, thông qua việc hồi quy các thay đổi trong tỷ giá hối đoái lên suất sinh lợi cổ phiếu khi có mặt các biến điều khiển. Có rất nhiều các tác giả khác cũng nghiên cứu về đề tài này và có rất nhiều các kết quả, ý kiến cũng như phương pháp khác nhau. Các kết quả của những nghiên cứu này chỉ cung cấp các bằng chứng không chắc chắn về mức ý nghĩa thống kê của độ nhạy cảm của đồng tiền. Nghiên cứu sơ khai của Jorion (1990) tìm thấy chỉ có 5,2% trong số 2807 công ty đa quốc gia tại Mỹ chịu tác động của độ nhạy cảm tỷ giá lên giá chứng khoán với mức ý nghĩa

5%. Choi và Prasad (1995) thấy rằng với mức ý nghĩa 10% chỉ có 14,9% các công ty tư nhân ở Mỹ có độ nhạy cảm tỷ giá đáng kể, kết quả tương tự với các công ty ngoài nước Mỹ (He and Ng (1998); Prasad và Rajan(1995)). Các bài nghiên cứu trong hướng này xem xét tới giá trị tuyệt đối và dữ liệu chéo của các ước lượng độ nhạy cảm. Những kết quả này xác nhận rằng các đặc điểm công ty cũng như quy mô công ty thì có khả năng giải thích cho các mức độ khác nhau của độ nhạy cảm (Bartram và Bodnar (2007)). Hướng nghiên cứu này không xem xét sự tác động của các ước lượng độ nhạy cảm đến tỷ suất sinh lợi tương lai.

Đầu tiên, có nhiều bài nghiên cứu sử dụng phương pháp của Pettengill (1995) nói về ảnh hưởng của các loại rủi ro nói chung đến tỷ suất sinh lợi để kiểm chứng về mối quan hệ giữa lợi nhuận chứng khoán và rủi ro tỷ giá hối đoái.

Bài nghiên cứu của Pettengill và các cộng sự (1995): Mối quan hệ có điều kiện giữa Beta và tỷ suất sinh lợi. Pettengill (1995) đã tiến hành kiểm định mối quan hệ có hệ thống giữa beta và tỷ suất sinh lợi thực được đồng thời kiểm tra sự đánh đổi tích cực trong dài hạn giữa độ rủi ro beta và tỷ suất sinh lợi. Mục tiêu thứ 2 của bài nghiên cứu là xem xét xem liệu mối quan hệ có hệ thống giữa beta và tỷ suất sinh lợi có tạo ra một khoản thu nhập tích cực khi nắm giữ rủi ro hay không (tức là xem các tài sản với beta lớn có tạo được tỷ suất sinh lợi cao hơn so với các danh mục beta thấp không). Pettengill đã chỉ ra rằng cần có 2 điều kiện là tỷ suất sinh lợi phụ trội trung bình có giá trị dương và mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lợi liên hệ đối xứng với từng giai đoạn mà tỷ suất sinh lợi phụ trội âm và dương. Nghiên cứu của Pettengill chỉ ra rằng luôn có một sự tương quan dương được dự đoán giữa beta và tỷ suất sinh lợi thực nhưng mối quan hệ này tùy thuộc vào các tỷ suất sinh lợi phụ trội mà tỷ suất thực tạo ra. Cụ thể, trong giai đoạn mà tỷ suất sinh lợi phụ trội âm (trường hợp down market) thì có một mối quan hệ cùng chiều giữa beta và tỷ suất sinh lợi; trong giai đoạn tỷ suất sinh lợi phụ trội dương (trường hợp up market) mối quan hệ này là ngược chiều. Như vậy, nắm giữ danh mục có rủi ro cao thì phần bù đắp nhận được sẽ cao đồng thời cho thấy có sự đánh đổi tích cực giữa beta và tỷ suất sinh lợi trung bình của danh mục. Khi tỷ suất sinh lợi được xem xét trong các kiểm định là tỷ suất sinh lợi

tương lai (thực tế thực hiện được, không phải dự đoán), mỗi liên hệ có điều kiện giữa beta và tỷ suất sinh lợi tồn tại. Tuy nhiên, điều này chỉ xảy ra khi nhà đầu tư kỳ vọng rằng tỷ suất sinh lợi thực hiện được của danh mục đầu tư có beta thấp sẽ lớn hơn so danh mục có beta cao. Cuối cùng, các kết quả trên cho thấy có thể tiếp tục dùng hệ số beta để đo lường rủi ro thị trường.

R. Elsas (1999): Bài này nghiên cứu về mối quan hệ giữa beta thị trường và tỷ suất sinh lợi thực ở thị trường Đức. Các thủ tục kiểm tra có điều kiện phát triển bởi Pettengill / Sunda-ram / Mathur (1995) cho phép kiểm định độc lập các giả thuyết về mối liên hệ giữa beta và tỷ suất sinh lợi thực. Mô phỏng Monte Carlo cho thấy rằng các thử nghiệm có điều kiện đáng tin cậy xác định mối quan hệ này. Trong một kỳ kiểm tra thực nghiệm cho thị trường chứng khoán của Đức, họ tìm thấy một mối quan hệ có ý nghĩa giữa beta và tỷ suất sinh lợi. Thử nghiệm này có thể được hiểu là một bài kiểm tra so sánh hai giả thiết: có một mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa các rủi ro hệ thống và lợi nhuận thực hiện và phần bù rủi ro thị trường trung bình là dương. Tác giả đã sử dụng mô hình CAPM để kiểm tra mối quan hệ này và thử nghiệm có điều kiện làm cho việc sử dụng thực tế là một công thức hậu của CAPM dự đoán một điều kiện giữa beta và tỷ suất sinh lợi như vậy mà cổ phiếu có beta cao hơn có tỷ suất sinh lợi cao hơn [thấp hơn] khi phần bù rủi ro thị trường là tích cực [tiêu cực]. Họ thực hiện thử nghiệm theo Fama / MacBeth (1973) trong một cách có tính chất điều kiện của các mối quan hệ giữa beta và tỷ suất sinh lợi vào tài khoản. Kết quả thực nghiệm của họ hỗ trợ kết luận rằng có một mối quan hệ tích cực và có ý nghĩa thống kê giữa các phiên bản beta và tỷ suất sinh lợi thực. Áp dụng sửa đổi, hoặc có điều kiện, thủ tục thành quả nổi bật khác nhau. Họ tìm thấy một mối quan hệ tích cực và đáng kể giữa các phiên bản beta và tỷ suất sinh lợi trong giai đoạn tổng số mẫu.

Ian Cooper (2007): Kiểm tra mối quan hệ giữa beta và tỷ suất sinh lợi bằng cách sử dụng các phương pháp được đề xuất bởi Pettengill (1995). Cổ phiếu beta cao có xu hướng đi lên khi thị trường đi lên, bất cứ điều gì mô hình định giá tài sản thực sự. Nếu chúng ta chọn thời gian khi nào, thị trường dự kiến tăng lên hay đã tăng lên, cổ phiếu beta cao sẽ làm tốt hơn so với cổ phiếu beta thấp trong những giai đoạn này.

Đối với mức trung bình trong những thời kỳ, hệ số của các mối quan hệ giữa beta và tỷ suất sinh lợi gần như được đảm bảo là dương, bất kể quá trình tạo ra lợi nhuận kỳ vọng như thế nào. Họ đã tìm thấy một kết quả mạnh mẽ của mối quan hệ có điều kiện của beta với tỷ suất sinh lợi. Sử dụng các phương pháp khác nhau để kiểm tra mối quan hệ giữa beta và tỷ suất sinh lợi và kết quả là có một mối quan hệ có điều kiện xảy ra hay là nó cho chúng ta biết rất ít về tỷ suất sinh lợi dự kiến vô điều kiện trên tài sản.

Trên cơ sở các kết luận về mối quan hệ giữa các loại rủi ro và tỷ suất sinh lợi thì ta có thể thấy được rằng rủi ro tỷ giá cũng nằm trong các rủi ro đó và cũng ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của công ty. Dưới đây là một số bằng chứng rõ ràng hơn chứng minh cho điều này.

Pedro Martinez (5/2000): bài nghiên cứu này đo lường tác động của rủi ro tỷ giá lên tỷ suất sinh lợi của công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Tây Ban Nha từ tháng 1/1992- 12/1997. Phương pháp là hồi quy theo chuỗi thời gian giữa tỷ suất sinh lợi hàng tháng của công ty_biến phụ thuộc và tỷ suất sinh lợi của thị trường và những thay đổi trong tỷ giá danh nghĩa của đồng tiền Tây Ban Nha_các biến độc lập. Ngoài ra, các tác giả còn phân tích các nhân tố gây biến động rủi ro tỷ giá như xuất khẩu, nhập khẩu, nợ nước ngoài, bằng cách tiến hành hồi quy chéo giữa các hệ số rủi ro_biến phụ thuộc và các nhân tố trên_biến độc lập. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại rủi ro tỷ giá có ý nghĩa kinh tế trong số 20% các công ty trên thị trường và rằng : xuất khẩu và nhập khẩu là những nhân tố quyết định đến rủi ro của nền kinh tế và rủi ro tỷ giá. Khi tỷ giá thay đổi, xuất khẩu có tác động cùng chiều còn nhập khẩu có tác động ngược chiều với tỷ suất sinh lợi của công ty.

Gupta & Alain Chevalier.(2000): Bài nghiên cứu này đo lường mối quan hệ giữa lãi suất, tỷ giá và giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán Jakarta, đại diện cho thị trường mới nổi. Mục đích chính là làm rõ ảnh hưởng của lãi suất và tỷ giá đến giá chứng khoán. Nghiên cứu này lấy số liệu trong giai đoạn 1993-1997, được chia thành 3 thời kỳ nhỏ để nghiên cứu. Phương pháp nghiên cứu của tác giả là: sử dụng

mô hình ARIMA để thiết lập mối quan hệ giữa giá chứng khoán và lãi suất trong thị trường chứng khoán Jakarta (1), sử dụng mô hình ARIMA để thiết lập mối quan hệ giữa giá chứng khoán và tỷ giá trên thị trường chứng khoán Jakarta (2), dùng các kết quả nghiên cứu để thiết lập mô hình chứng khoán hiệu quả. Kết quả nghiên cứu cho thấy trong hầu hết các trường hợp không có mối quan hệ vững chắc giữa giá chứng khoán với lãi suất hoặc tỷ giá hối đoái. Một kết luận thú vị là lãi suất có quan hệ chặt chẽ với giá chứng khoán hơn là tỷ giá. Tuy nhiên các mối quan hệ này chỉ tồn tại trong ngắn hạn, cụ thể là trong giai đoạn 1 và giai đoạn 3 của nghiên cứu. Trong giai đoạn 1, các tác giả thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ giá và giá chứng khoán, khi đồng Rupiah mất giá so với đồng Đôla, giá chứng khoán cũng giảm (do áp lực bán chứng khoán trong ngắn hạn).

George Allayannis & Jane Ihrig (2001): bài nghiên cứu này kiểm tra, đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tỷ giá qua mẫu gồm 82 công ty sản xuất công nghiệp Hoa Kỳ ở mức SIC 4 chữ số trong giai đoạn 1979-1995. Mẫu được phân loại thành 18 nhóm để xem xét. Ngoài ra các tác giả đã phát triển một mô hình nhằm xác định 3 kênh của rủi ro: thứ nhất là tác động cùng chiều với mức độ cạnh tranh trong thị trường nơi bán sản phẩm cuối cùng, thứ hai là tác động cùng chiều trong mối quan hệ của mức độ cạnh tranh của thị trường xuất khẩu và mức sản lượng xuất khẩu, thứ ba là tác động ngược chiều trong mối quan hệ với mức độ cạnh tranh của thị trường nhập khẩu đầu vào và sản lượng nhập khẩu. Mô hình của các tác giả này chỉ ra rằng những thay đổi của tỷ giá có ảnh hưởng lớn hơn đối với tỷ suất sinh lợi công nghiệp trong suốt giai đoạn markups thấp. Các ước lượng của các tác giả cho thấy 4 trong 18 nhóm nghiên cứu chịu ảnh hưởng đáng kể bởi những thay đổi trong tỷ giá. Tính trung bình, 1% tăng giá đồng đôla làm giảm tỷ suất sinh lợi khoảng 0.13 %.

2.2. Sự thay đổi của tỷ giá ảnh hưởng đến sự thay đổi của tỷ suất sinh lợi tạo ra một phần bù rủi ro tỷ giá

Hướng nghiên cứu tiếp theo là các tác giả đi tìm kiếm sự tồn tại của phần bù rủi ro. Tác động của tỷ giá hối đoái lên tỷ suất sinh lợi của các công ty có thể được nghiên

cứu bằng cách ước tính phần bù rủi ro liên quan đến rủi ro trong một thời kì mẫu, nơi mà việc trao đổi tiền tệ tự do phân phối. Một loạt các nghiên cứu đã sử dụng tiêu chuẩn trong mô hình định giá tài sản để xác định xem rủi ro tác động lên rủi ro tỷ giá có phần bù rủi ro. Tuy nhiên, Kết quả của hầu hết các nghiên cứu này không đưa ra bằng chứng rõ ràng cho sự tồn tại của một phần bù vô điều kiện trong rủi ro tỷ giá (ví dụ, Roache và Merritt, 2006; Vassalou , 2000; Prasad và Rajan , năm 1995; Gupta và Finnerty năm 1992 ; Jorion , 1991). Trong khi một số nghiên cứu xác định tầm quan trọng tuyệt đối của phần bù tỷ suất vô điều kiện trong rủi ro tiền tệ ở Mỹ (Aretz et al , 2010; . Kolar et al , 2007; Dukas et al, 1996 ; Choi et al, 1992 ; Dominguez, 1987) hay Nhật Bản (Anh và Ng ,1998), một vài nghiên cứu khác nhận thấy không có bằng chứng tương tự đối với Mỹ (Jorion , 1991) , Nhật Bản (Brown và Otsuki, 1990; Hamao , 1988) và Úc (Loudon , 1993) . Một nghiên cứu các danh mục đầu tư trong ngành công nghiệp ở Hoa Kỳ , Đức , Nhật Bản, và Anh phần bù tỷ suất sinh lợi quan trọng với rủi ro tỷ giá hối đoái chỉ đối với những quốc gia đầu tiên khi sử dụng 2 - và các mô hình 3- yếu tố (Prasad và Rajan, 1995) Tương tự như vậy, một nghiên cứu bao gồm các thị trường chứng khoán Canada chỉ thấy mức ý nghĩa thấp của phần bù tỷ suất sinh lợi với rủi ro tỷ giá (Gupta và Finnerty , 1992) .

Việc thiếu bằng chứng thực nghiệm về phần bù rủi ro tỷ giá vô điều kiện có khả năng do sự biến thiên thời gian trong phí tổn rủi ro, và một vài nghiên cứu thực nghiệm đã ủng hộ hiệu ứng này. Doukas và các cộng sự (1999) đưa ra dẫn chứng mang ý nghĩa thống kê về một loại phần bù rủi ro tiền tệ mang tính biến thiên theo thời gian tại Nhật Bản, mặc dù liên quan đến xu hướng giá trị đồng yên trong hai giai đoạn mà họ nghiên cứu. Tương tự, Francis và các cộng sự (2008) đưa ra dẫn chứng về phần bù rủi ro tỷ giá mang tính biến thiên theo thời gian tại Mỹ trong lĩnh vực công nghiệp. Các nghiên cứu khác dựa trên mô hình định giá có điều kiện chấp nhận giả thiết biến thiên thời gian của phần bù rủi ro lên suất sinh lợi cũng ủng hộ sự xuất hiện của phần bù rủi ro tỷ giá lên suất sinh lợi (Roache và Merritt, 2006; De Cantis và Gerrard, 1997,1998; Dumas và Slonik, 1995). Dẫu vậy, các nghiên cứu này không xác định được các yếu tố kinh tế trong tính biến thiên thời gian của phần bù rủi ro tỷ

giá, cũng như không ước lượng được phần bù lên suất sinh lợi trên một đơn vị rủi ro tỷ giá xác định.

Trái ngược với tính biến thiên thời gian của phần bù rủi ro tiền tệ, các nghiên cứu gần đây xem xét khía cạnh kinh tế của rủi ro tỷ giá thông qua việc kiểm tra suất sinh lợi trung bình của các loại chứng khoán được phân loại bởi mức độ rủi ro cũng như các yếu tố xác định của chúng. Sử dụng một mẫu lớn các công ty chủ yếu tại các thị trường phát triển, Doidge và các cộng sự (2006) đưa ra các bằng chứng rằng các công ty có doanh thu từ kinh doanh quốc tế có lợi nhuận cao hơn so với các công ty không có thu nhập từ kinh doanh quốc tế khoảng 0,72%/ tháng trong thời điểm đồng tiền giảm giá mạnh, trong khi đó các công ty này lại có lợi nhuận kém hơn 1,1%/tháng trong thời điểm đồng tiền tăng giá mạnh. Vấn đề tương tự cũng được đề cập khi xem xét rủi ro của các loại chứng khoán nội tệ, nhưng chỉ trong giai đoạn nội tệ giảm giá mạnh.

Phần khác nghiên cứu trong này xem xét liệu sự biến thiên của tỷ giá hối đoái ảnh hưởng đến các công ty trong những giai đoạn biến động hay là rủi ro ảnh hưởng.

Eun và Resnick (1988) chỉ ra rằng rủi ro tiền tệ trong tỷ suất sinh lợi công ty có thể được đa dạng hóa trên thị trường chứng khoán quốc tế, nhưng chỉ loại trừ được một phần các rủi ro phi hệ thống. Do đó, tác động của rủi ro tỷ giá hối đoái có thể tạo nên một phần rủi ro phi hệ thống và một phần các rủi ro hệ thống. Nếu rủi ro tỷ giá hối đoái là một nguồn gốc của rủi ro hệ thống, thì nó sẽ tác động đến độ nhạy cảm của các công ty lên rủi ro thị trường.

Bartov (1996) cho thấy rằng sự gia tăng biến động tỷ giá hối đoái do sự khởi đầu của tỷ giá hối đoái thả nổi sau sự sụp đổ của hệ thống tỷ giá Bretton Woods dẫn đến sự gia tăng biến động tổng tỷ suất sinh lợi, beta thị trường cũng như beta của các công ty.

Bartram và Karolyi (2006) tìm thấy rằng sự ra đời của đồng euro làm giảm đáng kể độ nhạy cảm đối với rủi ro thị trường của các công ty phi tài chính trong và ngoài

châu Âu. Tuy nhiên, các bài nghiên cứu này không trực tiếp đo lường các phần bù tỷ suất sinh lợi từ rủi ro tỷ giá thông qua việc đo lường rủi ro hệ thống.

2.3. Mỗi quan hệ vô điều kiện giữa độ nhạy cảm tỷ giá và tỷ suất sinh lợi

Bên cạnh những lý luận về mối quan hệ có điều kiện của độ nhạy rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi trên cổ phiếu như đã dẫn ra ở trên thì chúng tôi cũng tìm thấy nhiều ý kiến bác bỏ điều này, họ cho rằng mối quan hệ này không có ý nghĩa thống kê hoặc là tồn tại mối quan hệ vô điều kiện giữa độ nhạy của rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi.

Những nghiên cứu này chỉ cho thấy có một tác động nhỏ của thay đổi tỷ giá hối đoái lên việc phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp và có xu hướng tập trung vào việc xác định các biến mà giải thích được sự thay đổi trong rủi ro. Xem Bartram (2005), với liên quan đến các dự đoán từ lý thuyết tài chính. Bài viết này phân tích độ nhạy kinh tế của các công ty phi tài chính, tập trung vào dòng chảy tiền mặt, trong bối cảnh hiện có tài liệu học thuật và thực hành quan sát công ty đã nhấn mạnh quá nhiều vào các tài sản tài chính hoặc công cụ bảo hiểm rủi ro, hoặc tỷ lệ dự báo. Sự khôn ngoan khi độ nhạy và bảo hiểm rủi ro thường liên quan đến việc quản lý danh mục đầu tư, đặc biệt là đối với các chứng khoán có thu nhập cố định, và bằng cách mở rộng, các khoản phải trả thương mại của độ nhạy của rủi ro tỷ giá hối đoái nước ngoài đã xem xét ngắn hạn và tác động lâu dài của các phong trào tỷ giá hối đoái liên quan đến giá cả và số lượng (Adler, năm 1994; Dufey, 1978). Độ nhạy của rủi ro tỷ giá ảnh hưởng đặc biệt mạnh đến tỷ suất sinh lợi của các công ty xuất nhập khẩu đặc biệt rõ ràng là mệnh giá đồng tiền. Một khía cạnh quan trọng có liên quan để phân tích của các độ nhạy rủi ro tỷ giá hối đoái là sự khác biệt giữa đồng tiền mệnh giá và tiền tệ xác định (O'Brien, 1994; Lessard, 1986; Dufey, 1972). Những cân nhắc trước cho thấy, quản lý ngoại hối tỷ lệ rủi ro bằng bảo hiểm rủi ro giao dịch cá nhân trên thị trường kỳ hạn (có thể trên cơ sở quay vòng) hoặc bằng cách lựa chọn các loại tiền tệ hóa đơn đảm bảo chỉ giảm ngắn hạn hoặc có độ nhạy cảm ít. Cho nên rủi ro ngoại hối đối với các hợp đồng hiện tại có thể được tự bảo hiểm, nhưng giao dịch bảo hiểm rủi ro không cung cấp bảo vệ chống lại những thay đổi trong tương lai khả năng cạnh tranh gây ra bởi thay đổi tỷ giá hối đoái (bất ngờ). Do đó họ thấy rằng độ nhạy rủi ro

tỷ giá của các công ty đa quốc gia cao hơn của các doanh nghiệp với các hoạt động chủ yếu trong nước. Kết luận có liên quan đến độ nhạy sau khi phân bù rủi ro có thể khác nhau, mặc dù, như phân bù rủi ro tài chính là có sẵn để cung cấp bảo vệ ngắn hạn. Kết quả là, các công ty thường cố gắng giảm bớt rủi ro tỷ giá hối đoái thông qua sự lựa chọn của các loại hóa đơn tiền tệ và bảo hiểm rủi ro giao dịch với phía trước hay tương lai của họ.

Các công ty phi tài chính có thể được hưởng lợi từ các vị trí hàng rào tự nhiên nếu chi phí và doanh thu dòng tiền xảy ra trong một cách mà phần lớn bồi thường cho vị trí tiền tệ, mà phụ thuộc vào những yếu tố quyết định tương tự (Shapiro, 1999; Chowdhry và Howe, 1999; Logue, năm 1995; Moffett và Karlsen, 1994). Có thể kết luận được từ bài nghiên cứu này, độ nhạy của rủi ro tỷ giá có quan hệ chặt chẽ vô điều kiện, một mối quan hệ tuyệt đối với tỷ suất sinh lợi của công ty.

Bài nghiên cứu của Aretz (2007): Bằng chứng trong cả hai Hahn và Lee (2006) và Petkova (2006) chỉ ra rằng rủi ro mặc định là không có ý nghĩa trong phân tích cắt chéo của họ. Trong phân tích của bài này, DSV là đáng kể. Những nghiên cứu này sử dụng trước khoản chênh lệch có như tính đại diện của một rủi ro mặc định. Trong bối cảnh này, những phát hiện của Elton, Gruber, Agrawal, và Mann (2001) thú vị và tiềm năng quan trọng. Đại diện đội ngũ tuyên bố dựa trên sự xuất hiện mạnh mẽ hơn của rủi ro mặc định. Một phần của họ xác nhận nhiều bằng chứng trong các nghiên cứu trước. Tuy nhiên, họ cũng có được kết quả trực tiếp mâu thuẫn với một số nghiên cứu trước. Cụ thể là đồng minh, BM không đại diện cho nguy cơ rủi ro mặc định sau khi kiểm soát các rủi ro cơ cấu thời hạn. Hơn nữa, BM phản độ nhạy với rủi ro tăng trưởng kinh tế với các dấu hiệu khác với báo cáo trong các tài liệu trước. Tương tự như vậy, kích thước truyền tải thông tin về rủi ro cơ cấu thời hạn. Họ cũng báo cáo kết quả hoàn toàn mới từ các bài nghiên cứu trước. Ví dụ, chúng ta thấy rằng BM nắm bắt thông tin về độ nhạy với rủi ro tỷ giá và WML liên quan đáng kể với cả hai mặc định và rủi ro cơ cấu thời hạn. Bài nghiên cứu này cho thấy những rủi ro ở thị trường Mỹ hiện tại là mặc định cho nên phí tổn rủi ro tỷ giá là vô điều kiện tác động đến tỷ suất sinh lợi.

Ngoài việc ước lượng độ rủi ro tỷ giá hối đoái của các công ty tư nhân, phần lớn các bài nghiên cứu trong lĩnh vực này đều dành sự quan tâm đến việc kiểm tra độ lớn tuyệt đối hoặc tính biến thiên chéo của các ước lượng rủi ro. Các kết quả thường đi đến kết luận rằng đặc tính của công ty cũng như là quy mô của nó giải thích rất nhiều về mức độ gặp rủi ro (xem Bartram và Bodnar (2007)). Các bài nghiên cứu này rất ít đề cập đến suất sinh lợi trong tương lai của các ước lượng rủi ro.

Bartram và Bodnar (2007): Bài viết ước tính độ nhạy rủi ro tỷ giá của 6917 công ty phi tài chính của Hoa Kỳ trên cơ sở giá cổ phiếu và dòng tiền của công ty. Nhìn chung, tác động của rủi ro tỷ giá đến giá cổ phiếu và dòng tiền là tương tự và được xác định bởi một tập hợp liên quan đến các yếu tố kinh tế. Bài nghiên cứu cho thấy độ nhạy cảm với rủi ro dựa trên thu nhập và giá cổ phiếu là tương đối giống những tầm nhìn ngắn. Để minh họa, độ nhạy quan trọng được xác định cho 5,6% (13,2%) của các công ty mẫu dựa trên những thay đổi trong thu nhập (giá cổ phiếu) với một tầm nhìn một tháng. Hơn nữa, độ nhạy với dòng tiền và giá cổ phiếu có khác biệt đáng kể trong chỉ có khoảng 10% của tất cả các trường hợp. Điều này có thể là hậu quả của độ nhạy rủi ro tỷ giá đang được cả hai mặt thống kê và nền kinh tế nhỏ, như tài liệu trong nghiên cứu trước đây (ví dụ như Koutmos và Martin, 2003; Griffin và Stulz, năm 2001; Khoo, năm 1994; Jorion, 1990). Trong khi số lượng các công ty có rủi ro tỷ giá hối đoái đáng kể thường là thấp, nhiều công ty phi tài chính cho thấy một độ nhạy với rủi ro đáng kể cho ít nhất một trong các tỷ giá hối đoái của các đối tác thương mại quan trọng nhất của Hoa Kỳ. Cuối cùng, kết quả cho thấy ngành công nghiệp phân loại, tỷ lệ phần trăm doanh số bán hàng nước ngoài và vốn hóa thị trường là những yếu tố kinh tế quan trọng để xác định kích thước của độ nhạy cảm của cả hai Tỷ suất sinh lợi và giá cổ phiếu theo cách được đề xuất bởi lý thuyết. Hồi quy của tỷ suất sinh lợi trên cổ phiếu thay đổi trong chỉ số tỷ lệ trao đổi đa phương mang lại một tỷ lệ 13,2% của các công ty mẫu với độ nhạy rủi ro tỷ giá hối đoái ở mức ý nghĩa 5%. Kích thước của các hệ số ước tính độ nhạy cảm là quá nhỏ và độ chính xác của ước tính quá thấp nên độ nhạy cảm với rủi ro không phải là quan trọng đối với nhiều công ty.

Một trong những hiện tượng kinh tế tài chính gần đây đã thu hút sự quan tâm đáng kể bao gồm một thực tế rằng các công ty phi tài chính dường như không bị ảnh hưởng nhiều bởi rủi ro tỷ giá hối đoái nước ngoài, ngay cả khi họ có kinh doanh quốc tế hay sự cạnh tranh đáng kể (ví dụ như Bodnar và Wong, năm 2003; Griffin và Stulz, năm 2001; Ông và Ng, 1998). Hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm đều ước tính độ nhạy của rủi ro trên giá cổ phiếu. Ngược lại ước tính độ nhạy theo dòng tiền đại diện cho một sự thay thế hợp lý để phân tích độ nhạy cảm chung của giá cổ phiếu. Trong thực tế, tác động của rủi ro tỷ giá lên dòng tiền nhiều hơn là lên giá mỗi cổ phiếu. Qua những gì trong bài nghiên cứu cho thấy thì mối quan hệ giữa độ nhạy rủi ro tỷ giá hối đoái với Tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu không có ý nghĩa thống kê, không có tầm quan trọng lớn mà tác động lớn ở đây là giá cổ phiếu và các yếu tố khác như thuế,...

Một hướng nghiên cứu khác kiểm tra xem liệu rằng tính biến động của tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng đến biến động kinh doanh của công ty hoặc mức độ gặp rủi ro trong biến động kinh doanh hay không.

Bài nghiên cứu của Eun và Resnick (1988) :.Bài nghiên cứu của Eun, resnick (1988) tập trung vào việc phát triển các chiến lược lựa chọn danh mục đầu tư dự tính có hiệu quả để thực hiện các lợi ích tiềm tàng từ đa dạng hóa quốc tế theo tỷ giá linh hoạt. Biến động trong tỷ giá làm cho đầu tư nước ngoài trở nên rủi ro hơn và ước lượng rủi ro xấu hơn, do đó làm giảm lợi ích từ đa dạng hóa quốc tế. Sự không chắc chắn tỷ giá là không thể đa dạng hóa được, đóng góp chính vào tổng rủi ro của danh mục quốc tế, ảnh hưởng xấu đến các danh mục đầu tư quốc tế. Eun và Resnick (1988) chỉ ra rằng rủi ro tiền tệ trong tỷ suất sinh lợi của công ty có thể được đa dạng hóa thông qua thị trường vốn toàn cầu nhưng với mức độ rất nhỏ. Do vậy, có thể xem rủi ro tỷ giá hối đoái là một dạng rủi ro có hệ thống và nó sẽ ảnh hưởng đến mức độ gặp rủi ro từ thị trường của công ty. Bài nghiên cứu xem xét ảnh hưởng biến động của tỷ giá lên rủi ro khi các nhà đầu tư Mỹ đầu tư vào thị trường cổ phiếu nước ngoài (Canada, France, Germany, Japan, Switzerland, U.K). Các kết quả cho thấy biến động của tỷ giá bằng việc đầu tư vào chứng khoán nhiều rủi ro (Không chỉ phương sai mà cả hiệp phương sai có mối quan hệ dương với Lãi cổ phiếu nội địa) có vẻ làm giảm

lợi ích tiềm năng từ việc đa hóa đầu tư quốc tế, ngụ ý rằng phần lớn rủi ro tỷ giá sẽ không được đa dạng hóa thành 1 danh mục tiền tệ đa dạng.

2.4. Mỗi quan hệ có điều kiện giữa độ nhạy cảm tỷ giá và tỷ suất sinh lợi

Từ sự không chắc chắn của các bằng chứng về phần bù tỷ suất sinh lợi không điều kiện cho độ nhạy cảm của rủi ro tỷ giá và dựa trên các mô hình định giá có điều kiện, đã đưa biến thời gian vào phần bù tỷ suất sinh lợi, từ đó có sự xuất hiện của phần bù tỷ suất sinh lợi kì hạn trong độ nhạy của tỷ giá (ví dụ, Roache và Merritt, 2006, De Santis và Gerard, 1997, 1998; DumasSolnik, 1995).

Nghiên cứu của Jorion (1990) xem xét sự nhạy cảm của các công ty đa quốc gia Mỹ đối với rủi ro tỷ giá, tập trung vào việc xác định độ nhạy cảm tỷ giá. Cụ thể, với một mẫu gồm 287 doanh nghiệp trong giai đoạn 1971-1987 Jorion đã ước lượng hệ số độ nhạy cảm tỷ giá từ mô hình hồi quy chuỗi thời gian. Kết quả cho thấy hầu hết hệ số độ nhạy cảm tỷ giá ít liên quan đến sai số chuẩn, ngoại trừ một vài trường hợp và các hệ số này cũng thể hiện tính thay đổi theo thời gian (Từ một giai đoạn phụ này đến giai đoạn phụ khác, hệ số nhạy cảm tỷ giá hiệu chỉnh theo giá trị thị trường thay đổi từ 0.71 đến 0.08 rồi đến 0.02, trong đó hệ số đầu tiên 0.71 lớn đáng kể). Nghiên cứu của Jorion (1990) chỉ ra rằng ảnh hưởng của rủi ro tỷ giá hồi đoái lên giá cổ phiếu chỉ đúng khoảng 5,2% trong 287 công ty đa quốc gia tại Mỹ với độ tin cậy 5%. Đồng thời, xác định sự khác biệt đáng kể trong tương quan chéo về mối quan hệ giữa giá trị các công ty đa quốc gia Mỹ và tỷ giá hối đoái. Mối quan hệ này (gọi là độ nhạy cảm tỷ giá) được tìm thấy có tương quan dương và đáng tin cậy với mức độ hoạt động ở nước ngoài. Ngược lại, các công ty không có hoạt động nước ngoài (có thể cho rằng không bị ảnh hưởng bởi rủi ro tỷ giá) trên thực tế lại đưa ra một sự khác biệt khá nhỏ trong độ nhạy cảm tỷ giá.

Tương tự với bài nghiên cứu về Philippe của Jorion (1990) thì bài nghiên cứu của Jay Choi cho biết về thị trường Mỹ.

Nghiên cứu của Jay Choi và Prasad (1995): Nghiên cứu của Jay Choi và Prasad (1995) chú ý đến giá trị của công ty tư nhân và ước tính một mô hình đo lường giá trị doanh nghiệp theo độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá. Số liệu được thu thập từ 409 công ty đa quốc gia ở Mỹ trong giai đoạn 1978 – 1989, trên 20 danh mục đầu tư và một mô hình hai nhân tố đơn giản được Jay Choi và Prasad (1995) sử dụng để ước lượng hệ số độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá của các công ty tư nhân và các danh mục đầu tư. Sử dụng phương pháp bình phương bé nhất (OLS) để tìm hệ số độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá của 409 công ty đa quốc gia. Một hệ số rủi ro tỷ giá dương (âm) cho thấy các công ty gặp một sự tăng (giảm) tỷ suất sinh lợi chứng khoán khi đồng đôla mất giá so với ngoại tệ. Kết quả thu được cho thấy có gần 60% công ty tư nhân thu được lợi ích từ sự nhạy cảm trong tỷ giá trong giai đoạn đồng đôla mất giá. Ước lượng của mức độ nhạy cảm tỷ giá trong những thể chế khác nhau của đồng đôla cho thấy trong giai đoạn đồng đôla suy yếu, phần trăm các công ty gánh chịu độ nhạy cảm tỷ giá là cao hơn. Bài nghiên cứu cũng kết luận những biến động chéo trong độ nhạy cảm của tỷ giá của các công ty tư nhân có liên quan với các biến số riêng biệt thuộc về đặc điểm kinh doanh của công ty đó. Cuối cùng, nghiên cứu này chỉ ra rằng tồn tại sự tương quan dương giữa mức độ hoạt động nước ngoài của 1 công ty và độ nhạy rủi ro, đo lường bởi sự tiêu thụ nước ngoài, tài sản, lợi ích điều hành, và độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá của chính công ty đó.

Bartov (1996) thấy rằng sự gia tăng biến động tỷ giá hối đoái do sự khởi đầu của tỷ giá hối đoái thả nổi sau sự sụp đổ của hệ thống tỷ giá Bretton Woods dẫn đến sự gia tăng biến động tổng tỷ suất sinh lợi, beta thị trường cũng như beta của các công ty.

Ta cũng tìm thấy mối quan hệ có điều kiện độ nhạy của rủi ro tỷ giá với tỷ suất sinh lợi ở thị trường Nhật Bản.

JA Doukas(2003): các tác giả xem xét mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi trên cổ phiếu Nhật Bản và tỷ giá hối đoái thay đổi bất ngờ cho 1.079 công ty giao dịch trên sàn giao dịch chứng khoán Tokyo trong giai đoạn 1975-1995. Thứ hai, họ điều tra

xem rủi ro tỷ giá hối đoái có giá trong thị trường chứng khoán Nhật Bản bằng cách sử dụng cả hai môi quan hệ vô điều kiện và có điều kiện các thủ tục kiểm tra giá tài sản. Chúng tôi tìm thấy một mối quan hệ đáng kể giữa tỷ suất sinh lợi cổ phiếu đương thời và biến động của đồng Yên. Hiệu quả độ nhạy với các công ty đa quốc gia và các doanh nghiệp xuất khẩu cao, tuy nhiên, kết quả được tìm thấy là lớn hơn so với các công ty trong nước và xuất khẩu thấp. Các động thái thay đổi giữa tỷ suất sinh lợi cổ phiếu và những thay đổi trong giá trị của đồng Yên nước ngoài được tìm thấy được liên kết tích cực với mức độ tham gia kinh tế của công ty nước ngoài và tỉ lệ nghịch với kích thước và nợ của công ty trên tỷ lệ tài sản. Kết quả của họ chỉ ra rằng phần bù rủi ro tỷ giá hối đoái nước ngoài là một thành phần quan trọng của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu Nhật Bản. Khi tiền tệ tiếp xúc với các biện pháp quản lý độ nhạy của rủi ro tỷ giá hối đoái của công ty (tức là, tài chính và hoạt động tỷ giá hối đoái, phần bù độ nhạy cảm rủi ro của doanh nghiệp), các doanh nghiệp với sự tham gia quốc tế thấp có nhiều khả năng có độ nhạy cảm thấp với tiền tệ của nước ngoài và kết quả là ít bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi của tỷ giá hối đoái. Từ kết quả này, chúng ta thấy được vai trò của độ nhạy rủi ro tỷ giá rất quan trọng với tỷ suất sinh lợi trên cổ phiếu của thị trường Nhật Bản và độ nhạy cảm này là những biến động bất ngờ, có điều kiện nhất định và để hạn chế ảnh hưởng này thì các công ty sử dụng các hình thức bảo hiểm rủi ro và các hình thức này cũng đang đóng vai trò quan trọng với tỷ suất sinh lợi.

Các nghiên cứu gần đây đã xem xét ý nghĩa kinh tế của rủi ro bằng cách kiểm tra thu nhập trung bình của danh mục đầu tư được sắp xếp theo rủi ro tỷ giá hay các yếu tố quyết định nó. Sử dụng một mẫu lớn của các công ty chủ yếu tại các thị trường phát triển, Doidge (2006) cung cấp bằng chứng cho thấy các công ty với doanh số bán hàng quốc tế cao thì có lợi nhuận cao hơn so với những công ty không có doanh thu quốc tế trong giai đoạn tiền tệ mất giá lớn, ngược lại chúng hoạt động kém hiệu quả trong suốt các giai đoạn đồng tiền tăng giá. Tương tự, Tồn tại mức thu nhập khác

nhau ít rõ ràng hơn khi nhìn vào rủi ro từ thấp lên cao trong danh mục đồng nội địa sụt giảm giá trị, nhưng chỉ khi sụt giảm mạnh ở đồng nội tệ.

Bartram và Karolyi (2006) tìm thấy rằng sự ra đời của đồng euro làm giảm đáng kể độ nhạy cảm đối với rủi ro thị trường của các công ty phi tài chính trong và ngoài châu Âu. Tuy nhiên, các bài nghiên cứu này không trực tiếp đo lường các phần bù tỷ suất sinh lợi từ rủi ro tỷ giá thông qua việc đo lường rủi ro hệ thống.

Bài nghiên cứu của Bartram (2012) tìm hiểu về tầm quan trọng của độ biến động tỷ giá hối đoái trong tiến trình tạo ra lợi nhuận cho một mẫu lớn các tổ chức phi tài chính đến từ 37 quốc gia. Trên góc độ kinh tế, bài viết đã chứng minh rằng rủi ro tỷ giá là một biến hệ thống quan trọng trong quá trình tạo ra tỷ suất sinh lợi. Họ chỉ rõ những ảnh hưởng của biến động tỷ giá hối đoái đến tỷ suất sinh lợi chứng khoán là có điều kiện và chỉ ra những bằng chứng cho thấy sự thay đổi của tỷ giá gây ra những tác động đến tỷ suất sinh lợi của công ty theo từng mức độ nhạy cảm. Hơn nữa, họ cũng cho thấy rằng tỷ suất sinh lợi thực ứng với mỗi mức độ nhạy cảm liên quan trực tiếp đến dấu và độ lớn của sự thay đổi tỷ giá. Điều đó cho thấy sự biến động của tỷ giá chính là nguyên nhân gây ra những phần bù tỷ suất sinh lợi biến động theo thời gian. Đối với toàn bộ mẫu được nghiên cứu, mỗi đơn vị đo lường độ nhạy cảm tiền tệ làm tỷ suất sinh lợi biến động trong khoảng từ 1.2-3.3% , con số này của các công ty trong thị trường mới nổi là lớn hơn so với trong thị trường phát triển. Kết quả này cho thấy rằng các ước lượng cho độ nhạy của rủi ro tỷ giá hối đoái là có ý nghĩa kinh tế đáng kể, và đóng một vai trò quan trọng trong việc tạo ra sự biến động trong tỷ suất sinh lợi nhận được mặc dù sự thật thì kết quả này còn nhiều vấn đề cần bàn luận, và nhiều rủi ro không mang ý nghĩa thống kê. Thêm vào đó, họ cũng chỉ ra mối quan hệ giữa độ nhạy rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi các chứng khoán tác động đến dòng tiền nhiều hơn là đến tỷ lệ chiết khấu

Để có được những nhận định trên, các tác giả đã phải ước lượng độ nhạy của tỷ suất sinh lợi từng công ty đối với sự thay đổi của nhân tố tỷ giá. Bài nghiên cứu này,

các tác giả đã ước lượng theo phương pháp truyền thống, ước lượng, hồi quy rủi ro bằng cách sử dụng cấu trúc đơn giản của Adler và Dumas (1984) đề xuất.

Bên cạnh đó, để xác nhận tác động của rủi ro tỷ giá lên tỷ suất sinh lợi đã ước tính trong những phần trên không phải chỉ do yếu tố tương quan bị bỏ qua hay những tác động hỗ tương với danh mục thị trường gây ra, mà thực sự bởi những thay đổi trong tỷ giá, họ tiến hành thí nghiệm bổ sung: xem xét liệu các phần bù tỷ suất sinh lợi có điều kiện trên có liên quan đến kích cỡ và dấu hiệu của sự thay đổi tỷ giá hay không. Có thể nói rằng mối quan hệ trên chính là nguồn gốc của các phần bù rủi ro biến động theo thời gian cho rủi ro tỷ giá mà các bài nghiên cứu trước đây đã đề cập.

Tóm lại, cho đến nay bằng chứng cho thấy ước tính về rủi ro tỷ giá hối đoái liên quan một cách hệ thống đến tỷ suất cổ phiếu tương lai là do nhiều yếu tố hợp thành. Trong khi một vài nghiên cứu cho rằng một phần bù tỷ suất vô điều kiện với rủi ro tiền tệ, nhiều nghiên cứu cho thấy sự hiện diện của một phần bù tỷ suất theo thời gian đến rủi ro tiền tệ nhưng có rất ít nghiên cứu có thể cho thấy mối quan hệ này. Ngoài ra, những nghiên cứu này phần lớn đã được thực hiện trong bối cảnh của một khung giá tài sản cố định và danh mục đầu tư tổng hợp. Chúng tôi liên kết để xem xét câu hỏi không chính thức này bằng cách ước tính các mức rủi ro công ty và chỉ đơn giản là đo lường mối quan hệ thực nghiệm giữa rủi ro trao đổi và thu nhập công ty trong tương lai. Chúng tôi không hạn chế phương pháp định giá bất kỳ giá tài sản nào, và đó bản chất phân tích của chúng tôi, chúng tôi thường không thể xác định cho dù bất kỳ tác động thu nhập nào mà chúng ta dự đoán được (về một "giá" có ảnh hưởng phần bù rủi ro đến kết quả) hoặc về sau (những gì phản ánh việc thực hiện yếu tố kết quả lên giá trị công ty). Mục tiêu của chúng tôi là để hiểu rõ hơn vai trò của rủi ro tỷ giá hối đoái đóng góp trong dòng thu nhập của các công ty.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Phương pháp luận

3.1.1. Phương pháp đo độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá

Để xem xét tầm quan trọng của rủi ro tỷ giá hối đoái lên tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu, chúng tôi tiến hành ước lượng độ nhạy tỷ suất sinh lợi của từng công ty khi các yếu tố tỷ giá thay đổi. Chúng tôi đi theo cách tiếp cận truyền thống và sử dụng cấu trúc đơn giản được đề xuất bởi Adler và Dumas (1984). Vì vậy, cũng giống như trong bài của Jorion (1990), chuỗi thời gian theo mô hình hồi quy được sử dụng:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{Mt} + \delta_j R_{XRt} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

Trong đó:

R_{jt} là tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty j trong khoảng thời gian t

R_{Mt} là tỷ suất sinh lợi danh mục thị trường địa phương trong khoảng thời gian t

R_{XRt} là tỷ suất sinh lợi của nội tệ địa phương trên tỷ giá hối đoái của một rổ ngoại tệ

Tỷ giá hối đoái trong bài nghiên cứu này sử dụng phương thức yết giá trực tiếp, hệ số ước lượng δ_j dùng để đo độ nhạy cảm của công ty j , giả sử xem xét trong thời kỳ giảm giá nội tệ. Các công ty mà có lượng tiền ròng ngoại tệ lớn (các công ty xuất khẩu, đa quốc gia) thường có độ nhạy cảm dương, trong khi những công ty mà lượng tiền ròng ngoại tệ ít (nhập khẩu) thường có độ nhạy cảm âm. Phần dư ε_{jt} đại diện cho mối tương quan giữa biến phần trăm thay đổi tỷ giá và tỷ suất sinh lợi của danh mục thị trường trong nước khi có sự giảm giá của đồng nội tệ. Phương trình (1) được hồi quy cho từng công ty cho từng giai đoạn 30 tháng. Để khắc phục hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi, chúng tôi đã điều chỉnh các độ lệch chuẩn theo phương thức của Newey and West (1987).

3.1.2. Phương pháp ước lượng phần bù tỷ suất sinh lợi

Phương pháp chính được chúng tôi sử dụng ở đây là phương pháp cổ điển của Fama và Macbeth để đo lường mức tác động của độ nhạy cảm tỷ giá và Beta thị trường trong khoảng thời gian t lên tỷ suất sinh lợi cổ phiếu tại thời điểm $t+1$. Các giá trị beta thị trường và các độ nhạy cảm tỷ giá hồi đoái được hồi quy được trong phương trình (1), được sử dụng trong một mô hình hồi qui chéo sau:

$$R_{jt+1} = a + b\beta^{\wedge}_{jt} + d\delta^{\wedge}_{jt} + e_{jt+1} \quad (2)$$

Trong đó

$\beta^{\wedge}_{jt}$ là beta thị trường (rủi ro thị trường) của công ty j trong khoảng thời gian t

$\delta^{\wedge}_{jt}$ là độ nhạy cảm tỷ giá hồi đoái của công ty j trong khoảng thời gian t

Theo cách tiếp cận chuẩn, R_{jt+1} là tỷ suất sinh lợi trong tháng tiếp theo sau thời gian ước lượng của beta thị trường và độ nhạy cảm tỷ giá hồi đoái và dựa vào những ước lượng trước đó của beta thị trường và tính co giãn của rủi ro tỷ giá.

Hệ số ước lượng b và d là tác động trung bình (tính theo % mỗi tháng) lên tỷ suất sinh lợi khi mỗi yếu tố $\beta^{\wedge}_{jt}$ và $\delta^{\wedge}_{jt}$ thay đổi một đơn vị trong từng tháng tiếp theo. Chúng tôi lặp lại ước lượng cho phương trình (2) theo từng tháng còn lại bằng cách sử dụng những độ nhạy cảm đã được ước tính từ việc hồi quy theo phương pháp rolling windows 30 tháng ở phương trình (1). Hệ số b và d được tính trung bình theo thời gian.

Tương tự như phương trình (1), chúng tôi cũng điều chỉnh những độ lệch chuẩn để khắc phục hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi (Newey and West, 1987).

Đây là mô hình chính trong bài nghiên cứu này để đo lường mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi và độ nhạy cảm tỷ giá trong các trường hợp cụ thể hơn. Điều này có nghĩa là chúng tôi sẽ xem xét mối quan hệ này một cách tổng quát sau đó đi tìm hiểu sâu hơn bằng cách đưa ra các điều kiện nghiên cứu. Những điều này chỉ ảnh hưởng lên cách thu thập dữ liệu mẫu chứ không tác động đến mô hình được sử dụng.

Trong tất cả các mô hình sử dụng, chúng tôi sử dụng phương pháp Newey and West để loại bỏ hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi để đảm bảo các giả thiết của hồi quy OLS không bị vi phạm và kết quả hồi quy có độ tin cậy cao hơn.

3.1.3. Phương trình kiểm định bổ sung theo phương pháp chuẩn của Fama và Macbeth về các yếu tố rủi ro

Chúng tôi thực hiện kiểm định bổ sung nhằm mở rộng cho phương trình (2) để xem xét ngoài độ nhạy cảm của tỷ giá hối đoái và Beta thị trường tại khoảng thời gian t , thì các yếu tố rủi ro thực tại khoảng thời gian $t+1$ có tác động đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu tại khoảng thời gian $t+1$ hay không?

$$R_{jt+1} = a + (b_0 + b_1 R_{Mt+1}) \beta_{jt}^{\wedge} + (d_0 + d_1 R_{XRt+1}) \delta_{jt}^{\wedge} + e_{jt} \quad (3)$$

Nếu b_1 và d_1 không có ý nghĩa thống kê thì các yếu tố rủi ro thực tại khoảng thời điểm $t+1$ không ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của các cổ phiếu tại khoảng thời gian $t+1$

3.2. Dữ liệu

Nguồn dữ liệu ở đây được lấy theo tần suất hàng tháng là tỷ suất sinh lợi của các công ty phi tài chính trong giai đoạn từ tháng 1 năm 2009 đến tháng 12 năm 2012. Mẫu các là công ty phi tài chính (các công ty không thuộc nhóm phân loại trong lĩnh vực tài chính như: ngân hàng, tổ chức tín dụng, công ty đầu tư, ủy thác đầu tư vốn, quỹ tín dụng đầu tư bảo hiểm hiểm, quỹ tương hỗ, công ty đầu tư ra nước ngoài, đầu tư khác, các công ty tài chính khác, và các công ty bảo hiểm khác, vv) có vốn hóa trị trường cao trên sàn VN-index được lấy trên trang web cophieu68.com.vn.

Các chỉ số giá trị thị trường (tính bình quân gia quyền với trọng số là giá cổ phiếu), tỷ trọng chỉ số thị trường nội địa, và tỷ giá đa phương thực được lấy từ nguồn số liệu của công ty BRUEGEL. Kết quả cuối cùng là một mẫu gồm 102 công ty đại diện cao cho vốn hóa thị trường của các công ty phi tài chính ở Việt Nam.

Tên biến	Nguồn dữ liệu
Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty (R_j)	cophieu68.com
Tỷ suất sinh lợi của danh mục thị trường (R_m)	cophieu68.com
Tỷ giá đa phương thực(REER)	công ty BRUEGEL
Tỷ giá đa phương danh nghĩa (NEER)	công ty BRUEGEL
Tỷ giá USD/VND	IMF
Tỷ giá EUR/VND	Ngân hàng Vietcombank

Các biến nghiên cứu:

- Tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty R_{jt} . Chúng tôi sử dụng giá chứng khoán của 102 công ty có niêm yết trên sàn vn-index để tính tỷ suất sinh lợi của mỗi công ty trong thời gian t :

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} - P_{jt-1}}{P_{jt}}$$

P_{jt} là giá chứng khoán j tháng t

P_{jt-1} là giá chứng khoán j tháng $t-1$

- Tỷ suất sinh lợi của danh mục thị trường R_M . Chúng tôi sử dụng chỉ số giá danh mục thị trường Vnindex để tính toán biến này.

$$R_M = \frac{Vnindex_t - Vnindex_{t-1}}{Vnindex_{t-1}}$$

- Độ nhạy cảm tỷ giá hối đoái đa phương thực(REER) R_{XR}

$$R_{XR} = \frac{REER_t - REER_{t-1}}{REER_{t-1}}$$

Bảng 1: Thống kê trung bình, trung vị,... của RJ, RM, RXR

	RJ	RM	RXR
<i>Mean</i>	0.017926	-0.0030	6.7641
<i>Median</i>	-0.0058	0.0013	-0.5920
<i>Maximum</i>	1.283871	0.2416	162.8934
<i>Minimum</i>	-1.0000	-0.2400	-6.4276
<i>Std. Dev.</i>	0.160318	0.0856	29.0035
<i>Skewness</i>	1.526001	0.1075	4.3161
<i>Kurtosis</i>	9.976949	3.9259	21.0948
<i>Jarque-Bera</i>	11584.01	180.5008	80287.54
<i>Probability</i>	0.000000	0.0000	0.0000
<i>Sum</i>	85.93834	-14.5422	32427.11
<i>Sum Sq. Dev.</i>	123.1896	35.1653	4031889.
<i>Observations</i>	4794	4794	4794

R_{jt} là tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty j trong khoảng thời gian t

R_{Mt} là tỷ suất sinh lợi danh mục thị trường địa phương trong khoảng thời gian t

R_{XRt} là tỷ suất sinh lợi của nội tệ địa phương trên tỷ giá hối đoái của một rổ ngoại tệ

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Độ nhạy cảm của rủi ro tỷ giá

Độ nhạy cảm tỷ giá và Beta thị trường được ước lượng thông qua phương trình (1) theo phương pháp hồi quy “**rolling window**” trong 30 tháng liên tục cho từng công ty.

Bảng 2 báo cáo tóm tắt số liệu thống kê của tất cả các công ty khảo sát, trong khoảng thời gian là 30 tháng để ước lượng các hệ số trong phương trình (1), đặc biệt

là ước lượng rủi ro tỷ giá và beta thị trường. Kết quả báo cáo thống kê theo hệ số chặn, chỉ số thị trường, và độ nhạy cảm của rủi ro tỷ giá.

Bảng 2 Bảng chỉ ra kết quả hồi quy của chỉ số giá trị thị trường và chỉ số tỷ giá trên tỷ suất sinh lợi chứng khoán của các công ty phi tài chính. Hồi quy được ước lượng liên tục trong vòng 30 tháng. Sai số chuẩn là đúng cho tự tương quan và đa cộng tuyến với tiến trình Newey-West.

	Mean coefficient		Mean sig.coefficient		% sig.coefficient	
	Positive	Negative	Positive	Negative	Positive	Negative
<i>Intercept</i>	0.0198	-0.0088	0.0386	-0.0226	13	1.96
<i>Market index</i>	0.4245	-0.0194	0.5000	-0.0110	69.6	0.98
<i>Exchange rate</i>	0.8407	-1.4539	0.8597	-2.3066	1.96	24.5

Theo kết quả định tính cho thấy độ nhạy cảm của rủi ro tỷ giá hồi đoái đo lường có liên quan đến độ nhạy cảm của rủi ro tỷ giá danh mục đầu tư thị trường. Và cho dù mức trung bình của hệ số được ước lượng là âm hay dương thì trong cả hai trường hợp đều có ý nghĩa thống kê. Chúng tôi tiến hành kiểm định giả thuyết trung bình rủi ro bằng 0 (tức là giả thuyết độ nhạy cảm của rủi ro tỷ giá không hề tác động đến tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty). Nhưng giả thuyết này có thể bị bác bỏ xác suất cao, điều đó cho thấy rằng rủi ro tỷ giá ảnh hưởng rõ ràng lên tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty nhưng với mức ý nghĩa % tương đối thấp. Kết quả thực nghiệm chúng tôi thu được đúng như kì vọng trước đó. Số lượng công ty có tỷ suất sinh lợi của chứng khoán bị tác động bởi độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá là khá thấp. Số lượng công ty có hệ số ước lượng dương và có ý nghĩa chỉ chiếm 1.96%, và có kết quả âm và có ý nghĩa chiếm 24.5%. Tuy nhiên các kết quả này đều mang ý nghĩa thống kê cao ($p\text{-value} < 0.01$). Điều này chứng tỏ rằng có một mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi chứng khoán công ty và độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá.

Chúng tôi tìm ra rằng tỷ lệ % tương đối nhỏ của các công ty với độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá có ý nghĩa thống kê như kết quả ở trên, đa số được chấp nhận bởi những nhà nghiên cứu chuyên sâu về bảo hiểm tài chính và các công cụ khác có liên quan như phái sinh tài chính.... Một vài nghiên cứu chỉ ra rằng các công ty có hàng rào bảo hiểm tài chính làm giảm độ nhạy cảm của tỷ suất sinh lợi chứng khoán phụ thuộc vào rủi ro tỷ giá hối đoái, bằng việc sử dụng bảo hiểm tài chính hoặc bảo hiểm hoạt động. Chính điều đó đã lý giải vì sao rủi ro tỷ giá hối đoái ở thị trường phát triển thấp hơn so với thị trường mới nổi- nơi mà các công cụ quản lý, các cơ hội và kinh nghiệm đều bị hạn chế hơn. Trong bài nghiên cứu của Bartram(2012) tác giả đã nghiên cứu về mối quan hệ này trong phạm vi rộng hơn là các quốc gia ở thị trường phát triển và thị trường mới nổi. Kết quả cho thấy rằng 10 quốc gia có hệ số có ý nghĩa % thấp nhất bao gồm 9 quốc gia thị trường công nghiệp và chỉ 1 quốc gia thị trường mới nổi. Như vậy, có sự khác biệt rõ ràng khi 10 quốc gia với rủi ro có ý nghĩa % cao nhất tất cả đều ở thị trường mới nổi. Chính điều này cho thấy rằng tỷ suất sinh lợi chứng khoán của các công ty trong thị trường mới nổi là cao hơn.

4.2. Phần bù của tỷ suất sinh lợi trên sự thay đổi của tỷ giá

4.2.1. Bằng chứng về mối quan hệ vô điều kiện với tỷ suất sinh lợi

Trong phần này chúng tôi sử dụng ước tính độ nhạy của rủi ro tỷ giá và beta thị trường để ước tính phần bù tỷ suất sinh lợi hàng tháng theo như cách tiếp cận của Fama và Macbeth (1973). Bởi vì beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá hối đoái được ước tính cho các công ty khác nhau nên không thể mong đợi rằng các kết quả có phân phối giống nhau như giả định để tiến hành phân tích hồi quy. Do vậy chúng tôi sử dụng hồi quy chéo beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá được ước tính dựa trên hồi quy các dữ liệu đã được chuẩn hóa (quy trình tương tự đã được sử dụng ví dụ, trong Brennan et al (1998), Llorente et al (2001.); Naik và Yadav (2003); Odders-White và Ready (2006). Kết quả được trình bày trong bảng 3. Với toàn bộ mẫu của các công ty, kết quả cho thấy không có bằng chứng về một tác động vô điều kiện của tỷ suất sinh lợi với rủi ro tỷ giá hối đoái.

Bảng 3: Bảng này cho thấy kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu (trong tháng tiếp theo) trên beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá (Fama và MacBeth, 1973). . Betas thị trường và độ nhạy cảm đối với rủi ro tỷ giá được ước tính bằng phương pháp hồi quy theo chuỗi thời gian trên tỷ trọng giá trị của chỉ số thị trường và tỷ giá hối đoái trên tỷ suất sinh lợi của công ty phi tài chính. Sai số chuẩn được điều chỉnh tự tương quan và phương sai thay đổi (Newey và West, 1987)

All periods		
	Coef.	P-Value
Intercept	4.5213	0.0000
Exchange rate exposure	-0.8686	0.0291
Market beta	3.0691	0.0325
N		18

Tác động của tỷ suất sinh lợi trung bình chỉ là -0,868% mỗi tháng trên một đơn vị rủi ro và có p-value là 0.0291 không có ý nghĩa thống kê.

Chúng tôi lặp lại các thử nghiệm bằng cách sử dụng giá trị tuyệt đối của độ nhạy của rủi ro tỷ giá hối đoái để nắm bắt được sự tác động của tỷ suất sinh lợi là liên quan đến cường độ rủi ro mà không quan tâm tới dấu của nó.

Bảng 4: Bảng này cho thấy kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu (trong tháng tiếp theo) trên beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá theo giá trị tuyệt đối, chỉ xét đến độ lớn không xét đến tác động của dấu (Fama và MacBeth, 1973. Sai số chuẩn được điều chỉnh tự tương quan và phương sai thay đổi (Newey và West, 1987)

All periods		
	Coef.	P-Value
Intercept	4.2311	0.0000
Exchange rate exposure(absolute)	0.0434	0.9459
Market beta	3.3057	0.0230
N		18

Một lần nữa, chúng tôi thấy rằng không có bằng chứng của một mối quan hệ giữa độ nhạy của rủi ro tỷ giá tuyệt đối và tỷ suất sinh lợi trong các tháng tiếp theo. Tác động của tỷ suất sinh lợi trung bình chỉ là 0,043% mỗi tháng trên một đơn vị rủi ro tuyệt đối và không có ý nghĩa thống kê ($p\text{-value} = 0,9459$). Như vậy, có thể kết luận rằng trong mẫu nghiên cứu không có tác động của độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá lên tỷ suất sinh lợi chứng khoán công ty tức là không tồn tại một mối quan hệ vô điều kiện cho độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá lên tỷ suất sinh lợi.

Kết quả này cho thấy rằng một nhà đầu tư khi nắm giữ cổ phiếu của công ty mà chỉ xét đến sự ảnh hưởng của biến động tỷ giá hối đoái đến tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty trong tất cả các giai đoạn mà không xét trong từng thời kì là đồng biến hay hay nghịch biến, thì chưa hẳn có thể kiếm được một tỷ suất sinh lợi cao hơn.

4.2.2. Bằng chứng một mối quan hệ có điều kiện với tỷ suất sinh lợi

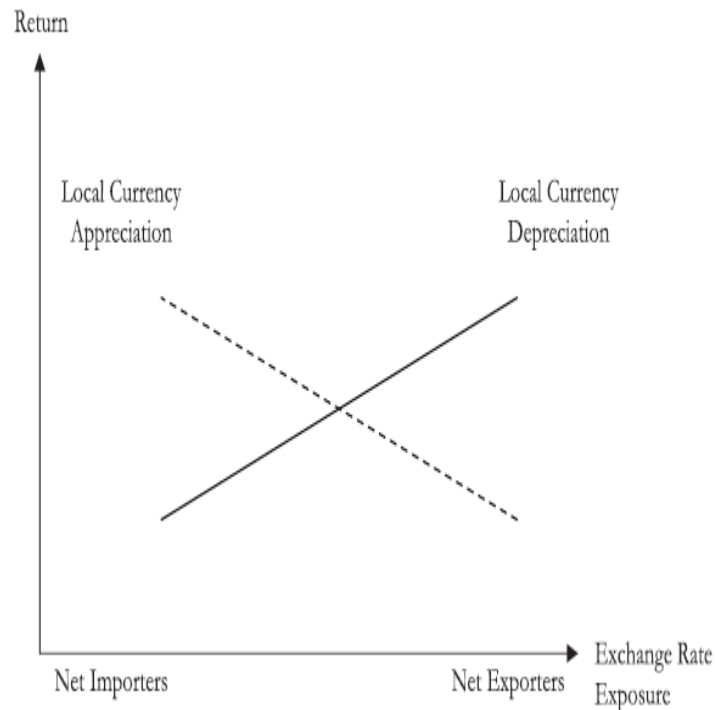
Theo kết quả thực nghiệm ở trên cho thấy không tồn tại một mối quan hệ vô điều kiện giữa độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi chứng khoán công ty, chúng tôi cho rằng các đặc điểm vô điều kiện trên không thích hợp cho việc xác định xem liệu có bất kỳ mối quan hệ nào giữa rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi hay không.

Câu hỏi đặt ra là nếu thật sự tồn tại mối quan hệ giữa độ nhạy cảm tỷ giá hối đoái với tỷ suất sinh lợi thì khi đồng nội tệ mất giá, các công ty có độ nhạy cảm đồng biến với việc mất giá đồng nội tệ sẽ có tỷ suất sinh lợi cao hơn so với các công ty khác tương tự nhưng lại có độ nhạy cảm nghịch biến với việc đồng nội tệ mất giá. Tương tự như vậy, khi đồng nội tệ được tăng giá, các công ty có độ nhạy cảm nghịch biến với việc mất giá đồng nội tệ sẽ có mức tỷ suất sinh lợi cao hơn so với các công ty có độ nhạy cảm đồng biến với việc đồng nội tệ mất giá. Điều này cho thấy rằng khi xem xét mối quan hệ giữa độ nhạy cảm tỷ giá và tỷ suất sinh lợi thực cần phải xét trên điều kiện là có sự thay đổi tỷ giá hối đoái trong giai đoạn đo lường tỷ suất sinh lợi. Điều này cho thấy bất kỳ mối quan hệ nào giữa rủi ro tỷ giá với tỷ suất sinh lợi thực cần có điều kiện là tỷ giá hối đoái thực thay đổi trong giai đoạn đo lường tỷ suất sinh lợi.

Vì vậy, chúng tôi cho rằng các mô hình giữa rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi nên có độ dốc dương khi đồng nội tệ bị mất giá và có độ dốc âm khi đồng nội tệ tăng giá.

(Hình 1)

Hình 1: Dự đoán mối quan hệ giữa rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi trên cổ phiếu. Hình này cho thấy dự đoán mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi trên cổ phiếu và rủi ro tỷ giá hối đoái, riêng rẽ từng trường hợp nội tệ tăng giá và mất giá.



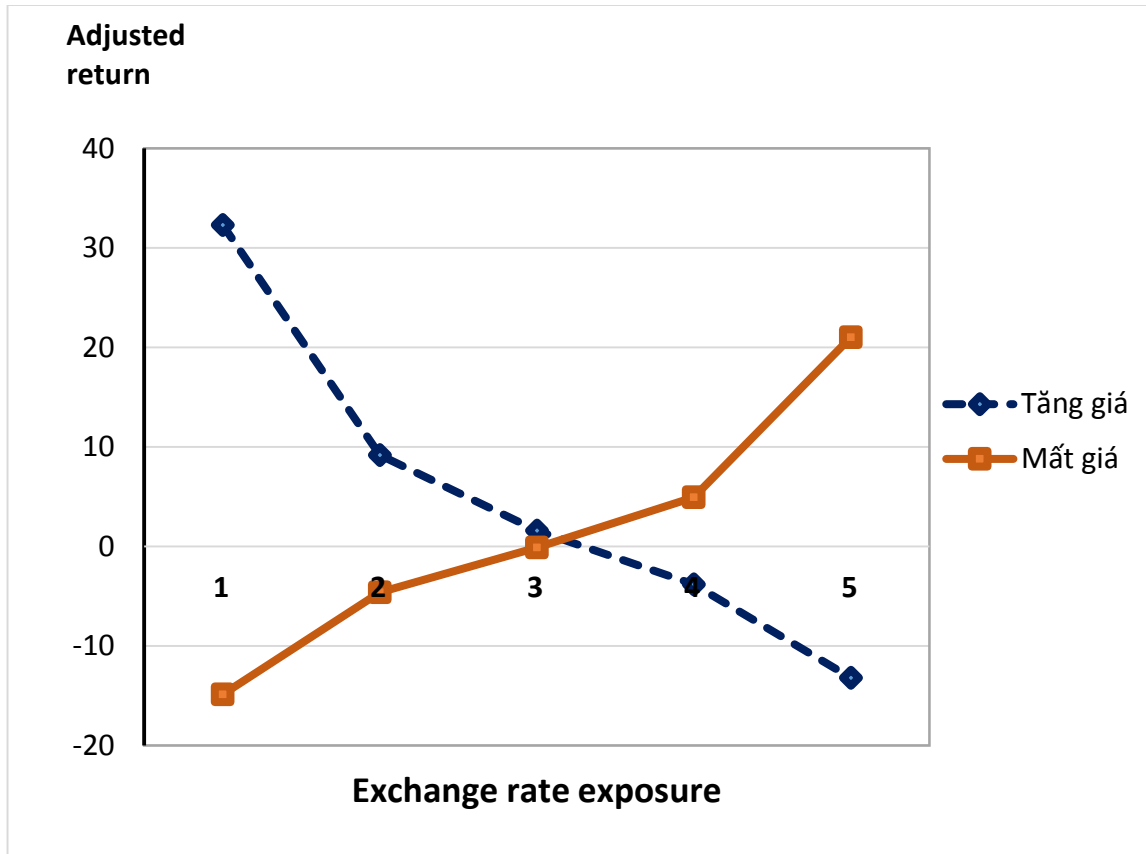
Để kiểm tra sự tồn tại mối quan hệ có điều kiện như đã nêu ở trên, các công ty trong mẫu được sắp xếp thành 5 danh mục đầu tư theo độ nhạy cảm tỷ giá tăng dần và tính tỷ suất sinh lợi trung bình hàng tháng của 5 danh mục.

Bảng 5 : Bảng số liệu thể hiện các giá trị trung bình của tỷ suất sinh lợi của tổng các danh mục, tỷ suất sinh lợi của danh mục điều chỉnh, cũng như độ nhạy cảm đối với rủi ro tỷ giá nước ngoài. Kết quả được trình bày cho danh mục sắp xếp bởi 5 mức độ nhạy cảm tỷ giá, cùng với danh mục ròng (High – Low). Cột cuối cùng đo lường mức ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi hằng năm trên mỗi đơn vị đo lường độ nhạy tỷ giá thông qua việc niên hóa tỷ suất sinh lợi hiệu chỉnh trên danh mục High – Low và phân chia bởi mức độ nhạy cảm ròng của danh mục High – Low.

	<i>Exchange rate exposure quintiles</i>					High-low	Phần bù TSSL (%/năm)
	1 (Low)	2	3	4	5 (High)		
Nội tệ giảm giá							
Tỷ suất sinh lợi	-14.87	-4.615	-0.127	4.9346	21.009	35.379	16.95
Độ nhạy cảm với tỷ giá	-8.558	-0.813	1.5371	7.5581	16.486	25.044	
Nội tệ tăng giá							
Tỷ suất sinh lợi	32.316	9.1863	1.6031	-3.825	-13.19	45.506	27.08
Độ nhạy cảm với tỷ giá	-11.66	-4.486	-1.592	1.2256	8.503	20.16	

Các kết quả cho tất cả các công ty được hiển thị trong đồ thị hình 2. Đồ thị biểu diễn tỷ suất sinh lợi của 5 danh mục một cách riêng biệt trong trường hợp đồng nội tệ tăng giá và giảm giá. Mặc dù không hoàn toàn chính xác với kết quả dự báo trong hình 1, nhưng các danh mục đầu tư này trên đồ thị là một đường có độ dốc dương khi đồng nội tệ giảm giá và là một đường có độ dốc âm khi đồng nội tệ được tăng giá. Điều này cho thấy mối quan hệ đồng biến (nghịch biến) giữa beta thị trường và tỷ suất sinh lợi thực của chứng khoán khi tỷ suất sinh lợi của thị trường là dương (âm).

Hình 2: Mối quan hệ giữa rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi trên cổ phiếu. Hình này cho thấy mối quan hệ thực sự giữa tỷ suất sinh lợi danh mục và rủi ro tỷ giá, sự tăng giá và giảm giá của đồng nội tệ.



Chúng tôi không quan tâm đến mô hình định giá mà chỉ xem liệu độ nhạy rủi ro tỷ giá ước tính trên một giai đoạn trong quá khứ có liên quan tới tỷ suất sinh lợi của giai đoạn sau hay không? Trong tổng thể (vô điều kiện) hoặc trong từng giai đoạn (có điều kiện) thì liệu tỷ giá hối đoái có tăng hoặc giảm giá hay không, điều này tác động đến chứng khoán công ty như thế nào.

Chúng tôi tiến hành bằng thực nghiệm trên mẫu các công ty để xem xét tỷ suất sinh lợi chứng khoán công ty có bị tác động bởi độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá trong hai giai đoạn đồng nội tệ tăng giá và mất giá hay không.

Bảng 6: Bảng này cho thấy kết quả hồi quy của tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu (trong tháng tiếp theo) trên beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá (Fama và MacBeth, 1973) trong trường hợp đồng nội tệ tăng giá. Sai số chuẩn được điều chỉnh tự tương quan và phương sai thay đổi (Newey và West, 1987).

Local currency appreciation		
	Coef.	p-value
Intercept	5.2661	0.0000
Exchange rate exposure	-1.5517	0.0082
Market beta	4.0694	0.0408
N	11	

Bảng 7: Bảng này cho thấy kết quả hồi quy của tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu (trong tháng tiếp theo) trên beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá (Fama và MacBeth, 1973) trong trường hợp đồng nội tệ mất giá. Sai số chuẩn được điều chỉnh tự tương quan và phương sai thay đổi (Newey và West, 1987).

Local currency depreciation		
	Coef.	p-value
Intercept	3.9125	0.0028
Exchange rate exposure	-1.4551	0.0355
Market beta	1.1259	0.0696
N	7	

Các kết quả ước lượng được trình bày trong bảng 6 và bảng 7. So sánh với kết quả trong trường hợp vô điều kiện (độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá tác động đến tỷ suất sinh lợi công ty trong tất cả các giai đoạn) tác động có điều kiện đến tỷ suất sinh lợi là lớn hơn hẳn. Trong trường hợp không có điều kiện chỉ là 0.0434% trên mỗi đơn vị rủi ro, trong khi đó trong trường hợp có điều kiện: khi đồng nội tệ tăng giá, 1 đơn vị mất giá đồng nội tệ sẽ gây ra mức tác động cho tỷ suất sinh lợi 1.55% trên mỗi đơn vị rủi ro trên một tháng-có ý nghĩa thống kê (p-value <0.01). Tương tự như vậy, khi đồng nội tệ được giảm giá, 1 đơn vị giảm giá đồng nội tệ sẽ gây ra mức tác động âm cho tỷ suất sinh lợi, 1.45% trên mỗi đơn vị rủi ro trên một tháng với mức ý nghĩa thấp

hơn (p-value= 0.03 sát với mức giới hạn ý nghĩa 10%). Điều này cho thấy tồn tại mối quan hệ có điều kiện giữa tỷ suất sinh lợi của chứng khoán và độ nhạy cảm tỷ giá.

Bảng 8: Bảng này cho thấy kết quả hồi quy của tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu (trong tháng tiếp theo) trên beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá (Fama và MacBeth, 1973) trong trường hợp thị trường tăng giá. Sai số chuẩn được điều chỉnh tự tương quan và phương sai thay đổi (Newey và West, 1987).

Up market		
	Coef.	p-value
Intercept	10.3259	0.0000
Exchange rate exposure	-0.2546	0.0613
Market beta	3.2906	0.0740
N	11	

Bảng 9: Bảng này cho thấy kết quả hồi quy của tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu (trong tháng tiếp theo) trên beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá (Fama và MacBeth, 1973) trong trường hợp thị trường mất giá. Sai số chuẩn được điều chỉnh tự tương quan và phương sai thay đổi (Newey và West, 1987).

Down market		
	Coef.	p-value
Intercept	-3.7319	0.0000
Exchange rate exposure	-0.3318	0.0503
Market beta	-0.4722	0.0785
N	7	

Bảng 8, bảng 9 cho thấy kết quả kiểm định còn phụ thuộc vào tác động của beta thị trường lên tỷ suất sinh lợi là dương (Up-Market) hay âm (Down-Market) trong tháng mà tỷ suất sinh lợi của công ty được đo lường. Khi thị trường lên giá thì độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá tác động lên tỷ suất sinh lợi chứng khoán công ty có độ lớn mạnh hơn so với khi thị trường giảm giá.

4.2.3. Những mối quan hệ có điều kiện của tỷ suất sinh lợi và các yếu tố rủi ro tương quan

Không chỉ dừng lại ở việc xem xét mối quan hệ có điều kiện của độ nhạy cảm cảm tỷ giá, beta thị trường và tỷ suất sinh lợi công ty, chúng tôi còn nghiên cứu sâu hơn về tác động của các yếu tố rủi ro thực (độ biến động thị trường, độ biến động tỷ giá hối đoái) lên tỷ suất sinh lợi của công ty. Để tìm ra tác động này, chúng tôi tiến hành thí nghiệm bổ xung hồi quy phương trình (3) theo phương pháp chuẩn của Fama và Macbeth:

$$R_{jt+1} = a + (b_0 + b_1 R_{Mt+1}) \beta^*_{jt} + (d_0 + d_1 R_{XRT+1}) \delta^*_{jt} + e_{jt} \quad (3)$$

Chúng tôi xem xét một cách rõ ràng hơn mối quan hệ tác động lên tỷ suất sinh lợi chỉ đơn thuần là do beta thị trường và độ nhạy cảm tỷ giá trong giai đoạn trước hay còn phụ thuộc vào các yếu tố rủi ro thực trong chính giai đoạn mà tỷ suất sinh lợi của công ty được đo lường.

Bảng 10: trình bày các hệ số trung bình khi: tác động của rủi ro tỷ giá đến tỷ suất sinh lợi: được mô phỏng theo một hằng số biểu thị ảnh hưởng của tỷ giá đến tới tỷ suất sinh lợi hiện tại; tác động của beta đến tỷ suất sinh lợi: được mô phỏng theo hằng số thể hiện sự ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi hiện tại gây ra bởi danh mục thị trường của quốc gia đó như đã trình bày trong biểu thức.(3).

	Coef.(%)	p-value
Intercept	4.5860	0.0000
Exchange rate exposure* Exchange rate return (d1)	19.4465	0.1378
Exchange rate exposure(d0)	0.6753	0.0956
Market beta* Market return(b1)	108.2529	0.0000
Market beta(b0)	1.8376	0.1978
N	18	

Kết quả hồi quy cho thấy hệ số biểu thị tương quan của Beta thị trường và tỷ suất sinh lợi danh mục thị trường khá lớn, dương 108.25% trên mỗi đơn vị rủi ro mỗi

tháng và có ý nghĩa thống kê cao ($p\text{-value} = 0.0000$) trong khi xét riêng beta thị trường, hệ số b_0 không có ý nghĩa thống kê ($p\text{-value}=0.1978$). Kết quả này hoàn toàn trái ngược với kết quả thu được trong các phần trước. Khi có các biến tương tác vào mô hình thì beta thị trường không còn tương quan cao với tỷ suất sinh lợi của công ty thay vào đó là sự tương tác giữa chỉ số beta thị trường và tỷ suất sinh lợi thị trường lại có mối tương quan cao và có ý nghĩa. Điều này cũng hoàn toàn phù hợp với các thành quả nghiên cứu trước đây cho các chứng khoán ở Mỹ được thực hiện bởi Pettengill (1995), Lakonishok và Shapiro (1984), chỉ số beta thị trường được tính toán có liên hệ quan trọng với tỷ suất sinh lợi, nhưng chỉ trong một điều kiện nhất định, như khi có một hàm số của tỷ suất sinh lợi của danh mục thị trường.

Tuy nhiên, khi xét đến yếu tố rủi ro tiếp theo rủi ro tỷ giá, yếu tố này chỉ tác động đơn thuần lên tỷ suất sinh lợi của công ty thông qua phần bù tỷ suất sinh lợi mà độ nhạy cảm tỷ giá của công ty đó mang lại. Chúng tôi thấy hệ số biểu thị tương tác giữa độ nhạy cảm tỷ giá và sự biến động tỷ giá hệ số d_1 có giá trị khá lớn 19.45% trên mỗi đơn vị rủi ro mỗi tháng cao hơn rất nhiều so với hệ số biểu thị độ nhạy cảm tỷ giá hệ số d_0 (0.67% trên mỗi đơn vị rủi ro mỗi tháng). Điều đó cho thấy sự tác động của tỷ giá lên tỷ suất sinh lợi mà ta đề cập ở trên có liên quan trực tiếp với tỷ suất sinh lợi các chứng khoán của công ty thông qua kết quả từ sự thay đổi của nhân tố tỷ giá và sự nhạy cảm đối với rủi ro, nếu chỉ xét riêng độ nhạy rủi ro tỷ giá, mối liên hệ này không tồn tại.

Như vậy từ phương trình thí nghiệm bổ xung này chúng tôi nhận thấy mối quan hệ tác động lên tỷ suất sinh lợi không chỉ đơn thuần là do beta thị trường và độ nhạy cảm tỷ giá trong giai đoạn trước mà còn phụ thuộc vào các yếu tố rủi ro thực trong chính giai đoạn sau đó mà tỷ suất sinh lợi của công ty được đo lường.

4.3. Kiểm định tính bền vững của mô hình

Để kiểm tra tính bền vững của mô hình chúng tôi tiến hành thử nghiệm với độ nhạy tỷ giá đa phương danh nghĩa NEER. Xem xét khi không loại trừ yếu tố lạm phát.

Một khía cạnh khác đó là khi ta xem xét rủi ro tỷ giá trong chế độ tỷ giá cố định. Điều này rất hợp lý không chỉ vì sự xuất hiện neo tỷ giá (exchange rate pegs) ở các nước thị trường mới nổi như Việt Nam trong giai đoạn này, mà còn vì hệ thống tỷ giá mục tiêu và sự ra đời của liên minh tiền tệ giữa các nước châu Âu. Trong khi tỷ giá đa phương (multilateral exchange rates) vẫn sẽ có nhiều biến động, ngay cả khi với một số tỷ giá song phương không hề thay đổi. Do vậy sẽ rất thú vị khi xem xét tác động của tỷ giá hối đoái song phương cho ra kết quả như thế nào? Vì đồng đô la Mỹ và đồng Euro là hai đồng tiền lớn, chiếm tỷ trọng cao trong khối lượng thanh toán của các giao dịch quốc tế của nước ta nên nhóm nghiên cứu chúng tôi sử dụng 2 tỷ giá là USD/VNĐ và EUR/VNĐ để xem xét tác động của độ nhạy cảm với hai đồng tiền này lên tỷ suất sinh lợi cổ phiếu của các công ty Việt Nam.

Bảng 11: : Bảng này cho thấy kết quả hồi quy của tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu (trong tháng tiếp theo) trên beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá (Fama và MacBeth, 1973) trong trường hợp lấy biến số tỷ giá là tỷ giá đa phương danh nghĩa REER, tỷ giá song phương USD/VNĐ và EUR/VNĐ trong tất cả các giai đoạn. Sai số chuẩn được điều chỉnh tự tương quan và phương sai thay đổi (Newey và West, 1987).

All peirod		
	coef.	p-value
NEER		
Intercept	0.0181	0.0000
Exchange rate exposure	0.3217	0.2400
Market beta	-0.1614	0.0000
USD/VNĐ		
Intercept	0.0199	0.0000
Exchange rate exposure	0.3249	0.1608
Market beta	-0.2334	0.0000
EUR/VNĐ		
Intercept	0.0182	0.0000
Exchange rate exposure	0.3115	0.0547
Market beta	0.2073	0.0304

Kết quả ở bảng 11 chỉ ra rằng với biến thử nghiệm là tỷ giá đa phương danh nghĩa, tỷ giá song phương USD/VND và EUR/VND kết quả đều đồng nhất với những nghiên cứu trên của chúng tôi. Trong trường hợp xét trong tất cả các giai đoạn (cả khi nội tệ tăng giá và giảm giá) thì độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá không tác động đến tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty ($p\text{-value} > 0.01$).

Bảng 12: Bảng này cho thấy kết quả hồi quy của tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu (trong tháng tiếp theo) trên beta thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá (Fama và MacBeth, 1973) trong trường hợp lấy biến số tỷ giá là tỷ giá đa phương danh nghĩa REER, tỷ giá song phương USD/VND và EUR/VND trong hai trường hợp đồng nội tệ tăng giá và đồng nội tệ giảm giá. Sai số chuẩn được điều chỉnh tự tương quan và phương sai thay đổi (Newey và West, 1987).

	Local currency appreciation		Local currency depreciation	
	coef.	p-value	coef.	p-value
NEER				
Intercept	0.0376	0.0000	0.0254	0.0000
Exchange rate exposure	0.3136	0.0000	0.3090	0.0000
Market beta	0.8286	0.0020	-1.3218	0.0011
USD/VND				
Intercept	0.0898	0.0000	0.0090	0.0175
Exchange rate exposure	0.7447	0.0000	0.2529	0.0000
Market beta	3.1103	0.0002	0.2770	0.1629
EUR/VND				
Intercept	0.0314	0.0000	0.0415	0.0000
Exchange rate exposure	0.1576	0.0133	0.3434	0.0000
Market beta	0.7325	0.0000	-0.5032	0.0002

Kết quả hồi quy cho thấy khi chúng tôi chia ra làm hai giai đoạn: giai đoạn đồng nội tệ tăng giá và giai đoạn đồng nội tệ giảm giá thì độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá tác động đến tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty rất rõ ràng với ý nghĩa thống kê cao ($p\text{-value} < 0.01$).

5. CÁC GIẢI PHÁP PHÒNG NGỪA CÁC BIẾN ĐỘNG CỦA TỶ GIÁ

Theo như những gì chúng ta nghiên cứu về các doanh nghiệp Việt Nam như ở trên thì các doanh nghiệp này vẫn đang gánh chịu những rủi ro về tỷ giá dù ít hay nhiều. Trong khi đó các hoạt động phòng ngừa rủi ro tỷ giá ở Việt Nam vẫn còn đang rất yếu và sơ sài nên không thể nào hạn chế được những biến động mang tính bất lợi này. Bên cạnh đó, theo Báo Hải Quan cho biết “Hiện Việt Nam đang từng bước thực hiện lộ trình gia nhập Tổ chức Thương mại thế giới (WTO), tự do hóa kinh tế bao gồm tự do hóa thương mại, tự do hóa đầu tư và tự do hóa tài chính. Tiến trình tự do hóa tài chính tất yếu sẽ dẫn đến tự do hóa lãi suất, tự do hóa tỷ giá hối đoái. Các bước tự do hóa tài chính này vừa tạo ra thời cơ đồng thời cũng tạo ra thách thức mới cho nền kinh tế nói chung và cho các doanh nghiệp nói riêng. Đặc biệt, đến cuối năm 2018, nền kinh tế Việt Nam sẽ hoàn toàn hoạt động theo cơ chế thị trường như đã cam kết đa phương khi gia nhập WTO. Lộ trình này cho thấy doanh nghiệp cần thiết phải có nhận thức về các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá nếu không muốn gặp những bất lợi trong hoạt động của mình”. Vì vậy, nhóm nghiên cứu đề xuất một số giải pháp để phòng ngừa rủi ro do biến động tỷ giá gây nên.

5.1. Đối với ngân hàng Nhà nước

Trong tình hình phát triển không ngừng của Việt Nam ta hiện nay đặc biệt là phát triển theo cơ chế thị trường thì chính phủ Việt Nam cần đưa ra các quy định, khuôn khổ pháp lý phù hợp để các doanh nghiệp có thể phòng ngừa ảnh hưởng của biến động tỷ giá. Thông thường, các doanh nghiệp sẽ phải cân đối dòng ngoại tệ vào và ra của mình để dự đoán khoản thiếu hụt hay dôi dư ngoại tệ ròng vào các tháng cuối năm, và xem xét tìm đến các sản phẩm của NH phòng ngừa rủi ro tỷ giá, hoặc phải tìm nguồn tài trợ để bổ sung cho các thiếu hụt trạng thái ngoại tệ. Tuy nhiên, sản phẩm phòng ngừa rủi ro tỷ giá vốn đã được phổ biến từ lâu, nhưng thực tế cho thấy các sản phẩm này không được triển khai rộng rãi mà nguyên nhân là những trở ngại về kế toán, khuôn khổ pháp lý, v.v... Đến nay vấn đề này vẫn bị xem nhẹ. Khi cần thì

được nêu lên, qua giai đoạn biến động tỉ giá rồi lại lắng xuống. Trong khi việc doanh nghiệp có thể sử dụng các sản phẩm này hiệu quả hay không lại phụ thuộc không ít vào khuôn khổ pháp lý, bao gồm cả quy định về thuế, kế toán và các thủ tục triển khai nghiệp vụ. Để thúc đẩy sự phát triển của thị trường phòng ngừa rủi ro, cần có các biện pháp khuyến khích của Chính phủ chứ không chỉ phụ thuộc vào trình độ doanh nghiệp và khả năng chào sản phẩm của ngân hàng.

Ngân hàng trung ương cần sử dụng các biện pháp để làm giảm sự ảnh hưởng của biến động tỷ giá đến tình hình kinh tế của Việt Nam như sử dụng thị trường tiền tệ để tự bảo hiểm rủi ro tỷ giá với các giao dịch vay và cho vay trên thị trường tiền tệ để cố định các khoản phải thu và phải trả sao cho chúng khỏi lệ thuộc vào biến động của tỷ giá.

Bên cạnh đó, ngân hàng cần mở rộng các công cụ phái sinh cung cấp cho các doanh nghiệp để họ có thể thực bảo hiểm tỷ giá, phòng ngừa rủi ro có thể xảy ra. Các ngân hàng thương mại Việt Nam cần mở rộng, sử dụng rộng rãi hơn các nghiệp vụ giao dịch hoái đoái như:

Giao dịch hối đoái giao ngay (spot) là giao dịch mua, bán một số lượng ngoại tệ giữa hai bên theo tỉ giá giao ngay tại thời điểm giao dịch và kết thúc thanh toán chậm nhất trong vòng 2 ngày làm việc tiếp theo kể từ ngày cam kết mua bán.

Quyền chọn (option) là một hợp đồng (contract) giữa A và B. Nếu A là người bán một hợp đồng option để thu phí thì A phải có nghĩa vụ thực hiện các yêu cầu trong hợp đồng. Trong khi đó B có quyền bắt A thực hiện các điều khoản nhưng nếu B thấy không thực sự có lợi cho mình thì B có thể bỏ qua hợp đồng và chịu mất một ít phí ban đầu bỏ ra để mua hợp đồng với A. Quyền chọn bao gồm quyền chọn bán và quyền chọn mua.

Quyền chọn option khá giống như hợp đồng bảo hiểm. Bạn mua bảo hiểm xe hơi trong vòng một năm. Nếu xảy ra tai nạn, bên bán bảo hiểm (bên A ở trên) sẽ gánh mọi chi phí sửa xe cho bạn (bên B). Nếu trong năm không có hao tổn xảy ra, bạn đã mất đi phí bảo hiểm nhưng bù lại được sự yên tâm khi lưu thông.

Giao dịch kỳ hạn (Forward) một thỏa thuận giữa hai bên về việc mua hay bán một tài sản nào đó vào một thời điểm định trước trong tương lai. Trong hợp đồng này ngày ký kết và ngày giao hàng là hai ngày hoàn toàn tách biệt nhau. Khác với hợp đồng quyền chọn, trong đó người giữ hợp đồng có quyền thực hiện hoặc không thực hiện quyền của mình, thì ở hợp đồng kỳ hạn, 2 bên chịu sự ràng buộc pháp lý chặt chẽ phải thực hiện nghĩa vụ hợp đồng, trừ khi cả hai bên thỏa thuận huỷ hợp đồng. Hợp đồng kỳ hạn được sử dụng để phòng ngừa rủi ro, ví dụ như rủi ro mất giá tiền tệ (hợp đồng kỳ hạn đối với USD hoặc EUR) hay rủi ro biến động giá một loại hàng hoá nào đó (hợp đồng kỳ hạn với dầu mỏ).

Trong hợp đồng kỳ hạn, một bên đồng ý mua, còn bên kia đồng ý bán, với một mức giá kỳ hạn được thống nhất trước, nhưng không có việc thanh toán tiền thật sự ngay thời điểm ký kết. Ngược lại với giá kỳ hạn là giá giao ngay (spot price), giá bán của tài sản được giao vào ngày giao ngay (spot date), thường là trong vòng 2 ngày kể từ ngày ký. Chênh lệch giữa giá kỳ hạn và giá giao ngay gọi là khoản thặng dư (forward premium) nếu giá kỳ hạn cao hơn, hoặc khoản khấu trừ (forward discount) nếu giá kỳ hạn thấp hơn.

Giao dịch hoán đổi tiền tệ (swap) là giao dịch bao gồm đồng thời giao dịch mua và giao dịch bán cùng một số lượng đồng tiền này với đồng tiền khác (chỉ có hai đồng tiền được sử dụng trong giao dịch) trong đó kỳ hạn thanh toán của hai giao dịch khác nhau và tỷ giá của hai giao dịch được xác định tại thời điểm ký kết hợp đồng. Dịch vụ áp dụng với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, chế biến, xuất nhập khẩu, gia công hàng hóa; các công ty tài chính, quỹ đầu tư. Hỗ trợ doanh nghiệp quản lý dòng tiền hiệu quả, lên kế hoạch sử dụng ngay nguồn ngoại tệ sẽ có trong tương lai. Bảo hiểm rủi ro tỷ giá cho doanh nghiệp, đồng thời giúp doanh nghiệp thu thêm lợi nhuận dựa trên các biến động có lợi của tỷ giá.

Tuy nhiên, hiện nay do trình độ kinh doanh quốc tế, trình độ quản lý tài chính của các nhà quản trị còn yếu kém nên việc sử dụng các công cụ phái sinh ở các doanh nghiệp Việt Nam nhất là ở các khu vực nhỏ còn rất nhiều hạn chế. Các nhà cung cấp

(ngân hàng) cần tìm được nhanh chóng các cách thức giúp khách hàng tiếp cận nhanh chóng những nghiệp vụ này.

Ngân hàng nhà nước cần đưa ra các giải pháp điều hành tỷ giá, quản lý ngoại hối, vàng và chống đô la hóa. Sử dụng vàng như một công cụ kinh doanh tài chính, mua bán vàng có tổ chức cũng góp phần làm tỷ giá đỡ biến động.

Sử dụng các chính sách tỷ giá linh hoạt như ổn định tỷ giá, thực hiện linh hoạt các biện pháp đối với thị trường ngoại hối, tích cực nâng cao dự trữ ngoại hối, giảm dần tình trạng đô la hóa cũng như vàng hóa nền kinh tế và tạo thuận lợi cho các doanh nghiệp thúc đẩy hoạt động xuất khẩu. Nhưng đồng thời phải làm sao để khi có điều chỉnh sẽ không gây “sốc” cho nền kinh tế. Và việc này sẽ phải được nhà điều hành cân nhắc thận trọng, phù hợp với diễn biến thị trường ở từng thời điểm.

Sử dụng thêm các phương pháp khác như các công cụ truyền thông để trấn an tâm lý người dân khi có những biến động lớn có liên quan đến tỷ giá, có những giải pháp thích hợp để giải quyết những vấn đề xảy ra khi có liên quan đến tâm lý đầu cơ.

5.2. Đối với các doanh nghiệp trong nước

Các doanh nghiệp trong nước ta là thành phần chịu ảnh hưởng nhiều nhất đến sự biến động của tỷ giá. Vì vậy, đây là lý do mà hơn các tổ chức nào khác thì các doanh nghiệp phải đưa ra các biện pháp phòng chống rủi ro tỷ giá hiệu quả để giảm thiểu nhất tác động của rủi ro này đến tỷ suất sinh lợi của công ty. Nhóm nghiên cứu cũng đề xuất ra một số biện pháp phòng chống rủi ro do biến động tỷ giá mà các doanh nghiệp có thể áp dụng hiệu quả.

5.2.1. Phương pháp dự báo tỷ giá

Có rất nhiều phương pháp được các chuyên gia sử dụng để dự báo tỷ giá.

Phương pháp dự báo tỷ giá đầu tiên là phương pháp chuỗi thời gian. Phương pháp này dự báo giá trị của biến cần dự báo vào thời điểm hiện tại dựa trên cơ sở các giá trị của nó trong quá khứ cộng với một phần sai số, phần sai số này biến động ngẫu nhiên. Phương pháp này dựa trên cơ sở là giá cả đã bao hàm tất cả các thông tin có liên quan và do đó những “mẫu hình” trong quá khứ của tỷ giá sẽ không chứa đựng bất kỳ thông tin nào hữu ích nữa nên không cần quan tâm đến mẫu hình trong quá

khứ. Điều này hình thành đặc tính là tỷ giá biến động ngẫu nhiên, tức là hành vi thay đổi trong tương lai hoàn toàn độc lập với hành vi trong quá khứ.

Phương pháp thứ hai thường được sử dụng bởi các nhà kinh tế học là dùng mô hình kinh tế lượng về nhân tố xác định tỷ giá. Theo đó, tỷ giá hối đoái được xem như một biến phụ thuộc có thể được giải thích bằng các biến số kinh tế vĩ mô cơ bản như tăng trưởng, lạm phát, lãi suất, tỷ giá thực, lý thuyết PPP ... Các mô hình này nhắm tới mục tiêu dự báo dài hạn với những điều kiện cân bằng vĩ mô dài hạn (vì vậy đôi khi được gọi là mô hình cấu trúc hoặc mô hình cân bằng). Nhiều mô hình phi tuyến đã được đề xuất nhưng tính phức tạp các mô hình thường cao, và hầu như đều không chứng minh được tính vượt trội hoàn toàn so với phương pháp chuỗi thời gian biến động ngẫu nhiên.

Phương pháp thứ ba là phân tích theo “dòng chu chuyển lệnh” (order flow). Đây là một phương pháp tiếp cận mới và ngược với phương pháp thứ hai, tức là cho rằng tỷ giá chịu tác động chủ yếu bởi các cấu trúc vi mô của thị trường ngoại hối: lệnh giao dịch, tin tức và điều chỉnh danh mục. Tuy nhiên, các mô hình này tỏ ra còn phức tạp hơn các mô hình thuộc phương pháp thứ hai và tính hiệu quả của mô hình này vẫn còn đang trong vòng kiểm định.

Phương pháp thứ tư là phân tích cơ bản. Những người sử dụng phương pháp này dựa vào những phân tích về “những nhân tố cơ bản” như GDP, đầu tư, tiết kiệm, sản lượng, lạm phát, cán cân thanh toán ... Những phân tích này không được mô hình hóa bằng kinh tế lượng mà chỉ mang tính định tính nhằm xác định tác động của nhân tố này đến xu hướng biến động dài hạn của tỷ giá. Đây là một phương pháp được sử dụng rất phổ biến bởi các nhà kinh doanh ngoại tệ trên các thị trường tài chính phát triển, bên cạnh phương pháp phân tích kỹ thuật.

Phương pháp thứ năm là phân tích kỹ thuật. Phương pháp này dựa trên những nguyên tắc của trường phái nghiên cứu “hành vi học trong tài chính” (behavioral finance). Trường phái nghiên cứu hành vi học trong tài chính nhìn nhận thị trường dưới góc độ là các nhà đầu tư không phải là những người có hành vi hợp lý, theo ý

nghĩa tối đa hóa độ thỏa dụng kỳ vọng trong các lý thuyết tài chính cổ điển, và các lý thuyết về tâm lý có thể giúp giải thích một phần các câu đố hiện tại về những gì chúng ta quan sát được trên thị trường thực tại. Theo quan điểm này, các nhà phân tích kỹ thuật có thể dự báo được những “mẫu hình” của thị trường bằng cách “đọc” các đồ thị tỷ giá, nói cách khác, các “tín đồ” của trường phái này tin rằng “lịch sử sẽ lặp lại chính bản thân mình”. Theo các nghiên cứu và điều tra gần đây thì phân tích kỹ thuật là phương pháp dự báo được phần lớn các nhà đầu tư, nhà phân tích và các dealer trên thị trường ngoại hối (và cả thị trường chứng khoán) quốc tế quan tâm sử dụng. Phần tiếp theo, chúng ta sẽ cùng tìm hiểu một số nguyên tắc, lý thuyết và công cụ cơ bản của phương pháp phân tích kỹ thuật.

Mỗi phương pháp đều có những ưu và nhược điểm riêng vì vậy các nhà kinh doanh cần cẩn thận lựa chọn cho phù hợp, linh hoạt đồng thời kết hợp với phán đoán của bản thân để đưa ra quyết định chính xác nhất.

5.2.2.Sử dụng linh hoạt các loại ngoại tệ cho phù hợp

Tỷ giá của một đồng tiền có thể bị tác động bởi tình hình kinh tế, chính trị, xã hội của quốc gia đó. Vì vậy mà độ biến động của rủi ro tỷ giá là hoàn toàn khác nhau ở mỗi quốc gia, các doanh nghiệp nên hạn chế việc bị động trước sự biến động của các yếu tố tỷ giá này.

Trong hoạt động xuất nhập khẩu hiện nay, các doanh nghiệp thường chọn USD là ngoại tệ thanh toán. Chính vì vậy, trong thanh toán hàng hóa xuất nhập khẩu, đồng USD chiếm đến 80%-90%. Trong khi đó, rõ ngoại tệ ngoài USD ra còn khá nhiều loại tiền khác. Thay vì lựa chọn USD làm đồng tiền thanh toán trong hoạt động xuất nhập khẩu, các doanh nghiệp nên lựa chọn ngoại tệ nào có giá trị ổn định để giảm thiểu được rủi ro biến động tỷ giá mang lại.

Theo ông Phạm Hồng Hải, các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam cần tính đến việc ký kết hợp đồng xuất khẩu bằng đồng tiền của nước nhập khẩu thay vì bằng USD truyền thống. Việc nhà xuất khẩu năng động thanh toán bằng đồng tiền của nước nhập

khẩu có thể giúp họ mở rộng được mạng lưới khách hàng của mình trong bối cảnh kinh tế toàn cầu giảm sút.

5.2.3. Lập ra quỹ dự phòng rủi ro tỷ giá

Quỹ dự phòng rủi ro tỷ giá là một quỹ do mỗi doanh nghiệp lập ra cho riêng mình. Khi họ kinh doanh và có một phần lợi nhuận tăng thêm do sự biến động của tỷ giá thì phần lợi nhuận đó sẽ không được đưa vào kết quả hoạt động của công ty mà sẽ được trích vào quỹ dự phòng rủi ro tỷ giá của công ty để khi công ty bị tổn thất do biến động tỷ giá gây nên thì sẽ dùng quỹ này để bù vào khoản tổn thất đó. Làm như vậy sẽ giúp công ty ít bị rủi ro tỷ giá tác động đến hơn rất nhiều mà không cần quan tâm đến các biến động của chúng.

5.2.4. Sử dụng hợp đồng xuất nhập khẩu song song

Phương pháp này rất đơn giản đó là tiến hành thực hiện cùng lúc cả hai hợp đồng xuất khẩu và nhập khẩu có giá trị và thời gian tương đương nhau. Khi đó, biến động tỷ giá có thể làm cho các doanh nghiệp bị lỗ bởi hợp đồng xuất khẩu thì có thể kiếm trở lại khoản lỗ đó bằng hợp đồng nhập khẩu và ngược lại. Tuy nhiên, phương pháp này có thể hơi khó thực hiện vì không phải công ty nào cũng có cả hai hoạt động là xuất khẩu và nhập khẩu vì vậy rất khó thực hiện hợp đồng theo kiểu song hành này.

5.2.5. Sử dụng các công cụ phái sinh

Như đã nói ở phần trên, công cụ phái sinh là công cụ hiệu quả để phòng ngừa rủi ro tỷ giá bao gồm quyền chọn, kỳ hạn, hoán đổi, và những biến chứng của các công cụ nói trên. Nếu ngân hàng Nhà nước tạo điều kiện tốt cũng như bản thân các doanh nghiệp Việt Nam có trình độ kinh doanh quốc tế tốt thì phương pháp này chính là một lựa chọn lý tưởng cho việc phòng ngừa, tránh những tổn thất do biến động tỷ giá gây nên.

Các phương pháp trên đều là những giải pháp tốt để các doanh nghiệp Việt Nam có thể phòng ngừa ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá. Tuy nhiên, phương pháp nào cũng

có những mặt lợi và mặt hại của nó, vì vậy mà không nên áp dụng các phương pháp này một cách máy móc, bởi như thế có thể làm cho doanh nghiệp mất đi một khoản lợi nhuận đáng kể nếu biến động tỷ giá theo chiều hướng có lợi cho doanh nghiệp. Các nhà kinh doanh cần vận dụng một cách linh hoạt các biện pháp này và tùy theo đặc điểm, điều kiện của công ty để đem lại hiệu quả kinh doanh tốt nhất.

6. KẾT LUẬN

Bài nghiên cứu của chúng tôi đưa ra một nghiên cứu toàn diện về mối quan hệ giữa độ nhạy cảm tỷ giá ngoại tệ và tỷ suất sinh của chứng khoán dựa trên một mẫu của các công ty phi tài chính tại Việt Nam.

Chúng tôi đã chứng minh trong bài nghiên cứu rằng quan hệ giữa độ nhạy cảm tỷ giá và tỷ suất sinh lợi của chứng khoán tồn tại trên một cơ sở có điều kiện. Tầm quan trọng kinh tế của mối quan hệ này rất đáng kể (khoảng lần lượt từ 3% đến 10% trên 1 đơn vị rủi ro đối với sự tăng giá và mất giá nội tệ). Nền kinh tế hiện nay đang có một xu hướng gia tăng toàn cầu hóa trong các hoạt động kinh doanh và điều này có ý nghĩa quan trọng đối với việc định giá tài sản, tài trợ doanh nghiệp, quản lý rủi ro. Các nhà đầu tư cần phải biết một thực tế rằng tỷ giá hối đoái là một nhân tố rủi ro quan trọng đối với các công ty. Khi tỷ giá hối đoái thay đổi gần như ngẫu nhiên thì tác động của tỷ giá hối đoái lên tỷ suất sinh lợi công ty là gần bằng 0 tuyệt đối. Tuy nhiên, các ước lượng độ nhạy cảm tỷ giá và việc thực hiện chỉ số tỷ giá có tác động nhất quán và có thể dự đoán lên tỷ suất sinh lợi. Đứng trên một quan điểm kinh tế, bài nghiên cứu đã chứng minh rằng độ nhạy cảm tỷ giá là một biến hệ thống quan trọng trong quá trình tạo ra tỷ suất sinh lợi. Nhưng mối quan hệ này cần phải có điều kiện đó là trong giai đoạn đồng nội tệ được giá hay mất giá. Thêm vào đó, khi thực hiện phương trình thí nghiệm bổ xung chúng tôi cho ra một kết quả rằng các yếu tố rủi ro thực tại chính các yếu tố tương tác giữa beta thị trường và độ nhạy cảm của beta thị trường khoảng thời điểm đó cũng vẫn ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của các cổ phiếu công ty trong khoảng thời gian sau đó. Điều này chứng tỏ rằng độ

nhạy cảm rủi ro tỷ giá không chỉ ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của công ty trong giai đoạn này mà còn ảnh hưởng trong giai đoạn sau đó nữa.

Từ những kết quả trên, nhóm nghiên cứu đề xuất các giải pháp giúp các doanh nghiệp hạn chế những ảnh hưởng của biến động tỷ giá lên tiến trình tạo ra tỷ suất sinh lợi của chứng khoán công ty.

PHỤ LỤC

Phần 1: Hệ thống bảng A, các kết quả hồi quy trên phần mềm Eviews thể hiện các mối quan hệ giữa độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi chứng khoán công ty.

Bảng A.1: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên **beta thị trường** và độ nhạy của rủi ro tỷ giá trong tất cả các giai đoạn(khi nội tệ tăng giá và giảm giá).

Method: Panel Least Squares

Date: 03/04/14 Time: 17:35

Sample: 2011M07 2012M12

Periods included: 18

Cross-sections included: 102

Total panel (balanced) observations: 1836

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.045213	0.007054	6.409132	0.0000
BETA	0.030691	0.014345	2.139437	0.0325
DELTA	-0.008686	0.003978	-2.183464	0.0291

Bảng A.2: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên **beta thị trường** và độ nhạy của rủi ro tỷ giá theo giá trị tuyệt đối, chỉ xét đến độ lớn không xét đến tác động của dấu trong tất cả các giai đoạn(nội tệ tăng và nội tệ giảm giá)

EViews				
File Edit Object View Proc Quick Options Window Help				
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: RJT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/05/14 Time: 08:43				
Sample: 2011M07 2012M12				
Periods included: 18				
Cross-sections included: 102				
Total panel (balanced) observations: 1836				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.042311	0.008350	5.067188	0.0000
BETA	0.033057	0.014524	2.276083	0.0230
ABS(DELTA)	0.000434	0.006396	0.067913	0.9459

Bảng A.3: Bảng này cho thấy kết quả hồi quy của tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu trên *beta* thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá trong trường hợp đồng nội tệ tăng giá

EViews				
File Edit Object View Proc Quick Options Window Help				
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: RJT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/04/14 Time: 15:26				
Sample: 2011M07 2012M12 IF RXR<0				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 102				
Total panel (balanced) observations: 1122				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.052661	0.009498	5.544357	0.0000
BETA	0.040694	0.019871	2.047872	0.0408
DELTA	-0.015517	0.005860	-2.647863	0.0082

Bảng A.4: Bảng này cho thấy kết quả hồi quy của tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu trên *beta* thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá trong trường hợp đồng nội tệ mất giá.

 File Edit Object View Proc Quick Options Window Help View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids					
Dependent Variable: RJT Method: Panel EGLS (Period random effects) Date: 03/04/14 Time: 15:51 Sample: 2011M07 2012M12 IF RXR>0 Periods included: 7 Cross-sections included: 102 Total panel (balanced) observations: 714 Swamy and Arora estimator of component variances					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.039125	0.013036	3.001322	0.0028	
BETA	0.011259	0.028766	0.391406	0.6956	
DELTA	-0.014551	0.006904	-2.107623	0.0355	

Bảng A.5: Bảng kết quả hồi quy của tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu trên *beta* thị trường và độ nhạy của rủi ro tỷ giá trong trường hợp thị trường tăng giá.

 File Edit Object View Proc Quick Options Window Help View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids					
Dependent Variable: RJT Method: Panel Least Squares Date: 03/05/14 Time: 17:14 Sample: 2011M07 2012M12 IF RM>0 Periods included: 11 Cross-sections included: 102 Total panel (balanced) observations: 1122					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.103259	0.009190	11.23607	0.0000	
BETA	0.032906	0.018402	1.788159	0.0740	
DELTA	-0.002546	0.005026	-0.506602	0.6125	

Bảng A.6: Bảng kết quả hồi quy của tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu trên **beta thị trường** và **độ nhạy của rủi ro tỷ giá** trong trường hợp thị trường mất giá.

File Edit Object View Proc Quick Options Window Help					
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids					
Dependent Variable: RJT					
Method: Panel Least Squares					
Date: 03/05/14 Time: 17:15					
Sample: 2011M07 2012M12 IF RM<0					
Periods included: 7					
Cross-sections included: 102					
Total panel (balanced) observations: 714					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	-0.037319	0.008355	-4.466861	0.0000	
BETA	-0.004722	0.017273	-0.273379	0.7846	
DELTA	-0.003318	0.004951	-0.670031	0.5031	

Bảng A.7: Kết quả các hệ số trung bình khi: tác động của rủi ro tỷ giá đến tỷ suất sinh lợi, tác động của beta đến tỷ suất sinh lợi và các mối tương tác.

File Edit Object View Proc Quick Options Window Help					
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids					
Dependent Variable: RJT					
Method: Panel Least Squares					
Date: 03/07/14 Time: 09:38					
Sample: 2011M07 2012M12					
Periods included: 18					
Cross-sections included: 102					
Total panel (balanced) observations: 1836					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.045860	0.006960	6.589528	0.0000	
BETA	0.018376	0.014265	1.288235	0.1978	
BETA*RM	1.082529	0.149106	7.260131	0.0000	
DELTA	-0.006753	0.004050	-1.667556	0.0956	
DELTA*RXR	0.194465	0.250582	0.776054	0.4378	

Bảng A.8 : Kết quả hồi qui theo phương trình (1) của 102 công ty.

	C	p-value	B	p-value	δ	p-value
DHG	0.034867	0.1887	0.285685	0.1165	-0.491868	0.8265
DRC	0.070946	0.0384	0.71882	0.0699	-3.611917	0.0901
DIC	0.018833	0.4884	0.88096	0.0074	-0.537249	0.7521
DIG	-0.011885	0.5541	0.60598	0.0123	1.087025	0.3894
DMC	0.012402	0.5503	0.068158	0.7776	-1.878843	0.1531
TPC	0.028893	0.1942	0.421833	0.1054	-1.826355	0.1908
DPM	0.013439	0.3272	0.201242	0.2092	-0.990311	0.2506
DPR	0.023301	0.1482	0.148875	0.4236	-0.906794	0.3661
DQC	0.037378	0.1673	0.681147	0.0333	-1.906919	0.2596
PPC	0.00016	0.9928	0.349326	0.0954	0.493336	0.6572
NSC	0.039159	0.0117	0.252554	0.1523	-1.501305	0.1151
OPC	0.026959	0.0449	0.219431	0.1561	-1.497788	0.0742
VIS	0.018712	0.4791	0.978069	0.0025	-2.563392	0.1261
FPT	0.013354	0.2505	0.367353	0.0086	-1.797343	0.0163
TNA	0.031038	0.3255	0.399991	0.2771	-2.477207	0.2125
GIL	0.037647	0.022	0.046926	0.8004	-1.452746	0.151
VTO	-0.002387	0.8754	0.466508	0.0112	-1.664228	0.0866
GMC	0.053531	0.0584	0.375457	0.248	-4.529632	0.012
GMD	0.016905	0.5293	0.967807	0.0032	-1.656654	0.3272
GTA	0.008272	0.5696	0.267666	0.1185	-0.504173	0.5805
HAG	0.010855	0.5612	0.307401	0.1615	-2.04617	0.0854
HAI	0.019651	0.3026	0.100246	0.6498	-0.667748	0.5748
HAP	0.009469	0.7194	0.760282	0.0165	-2.167124	0.1938
HBC	0.034197	0.0818	0.386243	0.0911	-2.892529	0.0206
HDC	0.024183	0.2144	0.375332	0.1001	-2.027382	0.0993
TMS	0.017657	0.4603	0.378265	0.1774	-0.560886	0.7078
TDH	0.008203	0.6776	0.919613	0.0002	-1.976459	0.115
HPG	0.020539	0.2693	0.328975	0.1309	-1.950798	0.0973
HRC	0.023375	0.1894	0.118877	0.5633	-1.732644	0.1223
HSG	0.038934	0.2074	0.514879	0.1532	-3.914844	0.0462
TSC	-0.019149	0.3224	0.562369	0.0153	0.236725	0.8445
VHG	0.011036	0.7149	0.748851	0.0377	0.276714	0.8838

IMP	0.001061	0.9387	0.181557	0.2619	-1.096743	0.2092
KBC	-0.000693	0.9812	0.726196	0.0387	-2.40568	0.1968
KDC	0.041814	0.0869	0.262565	0.3501	-1.720242	0.2569
TYA	-0.011411	0.5238	0.430643	0.0431	-1.400616	0.2152
KHP	0.022977	0.1526	0.151196	0.4152	-2.116865	0.0381
TTP	0.037364	0.0934	0.811042	0.0026	-0.435336	0.7515
VPK	0.041023	0.0819	0.25337	0.35	0.336954	0.8167
LAF	0.022293	0.4031	0.979408	0.0027	-3.737881	0.029
LBM	0.009747	0.5892	0.365135	0.087	-0.81879	0.4701
TTF	0.022406	0.4168	0.767211	0.0202	-1.574131	0.3635
LSS	0.034955	0.1774	0.641629	0.0362	-4.17628	0.0123
VHC	0.024233	0.2673	0.128047	0.6127	-0.747389	0.5834
MCP	0.027336	0.1794	0.262086	0.2673	-2.117644	0.099
VSC	0.028164	0.0539	0.167943	0.3158	-1.818635	0.0474
VTB	0.007326	0.7066	0.071395	0.7526	-0.140636	0.9082
MPC	0.038368	0.0879	0.617509	0.0201	-1.414433	0.3106
MTG	-0.000753	0.9774	0.44691	0.1537	-0.320122	0.8478
UIC	0.022511	0.4293	0.505479	0.1311	-0.530362	0.7659
ACL	0.003807	0.8524	0.614651	0.0128	-0.916672	0.4762
ABT	0.022573	0.1919	0.442415	0.0308	-0.622526	0.563
AGF	0.017193	0.3356	0.334522	0.1109	-1.303527	0.2456
ANV	0.006208	0.7951	1.080652	0.0003	-0.3276	0.827
ASP	-0.030465	0.11	0.3572	0.0959	1.315705	0.3011
BBC	-0.00961	0.7208	0.348833	0.2095	1.356543	0.4141
BHS	0.01258	0.5174	0.16159	0.4754	-0.627112	0.6066
BMC	0.011786	0.6233	0.565878	0.0474	-1.721829	0.0955
BMI	-0.005232	0.7797	0.349751	0.1133	-1.613723	0.1733
BMP	0.02538	0.2386	0.55298	0.0305	-2.596845	0.0577
CDC	0.025236	0.1918	0.424035	0.0002	-1.090943	0.0896
CII	0.014728	0.3501	0.582507	0	-0.705394	0.4964
CLC	0.00589	0.6195	0.234306	0.0006	-0.621751	0.4278
CNT	0.00364	0.8604	0.424361	0.0004	-1.073958	0.4328
COM	0.000463	0.9682	0.229073	0.0007	0.776357	0.3137
DCL	-0.014814	0.11579	0.30271	0.001	-0.521354	0.6225
DHA	-0.001905	0.8997	0.452677	0	1.122515	0.2636

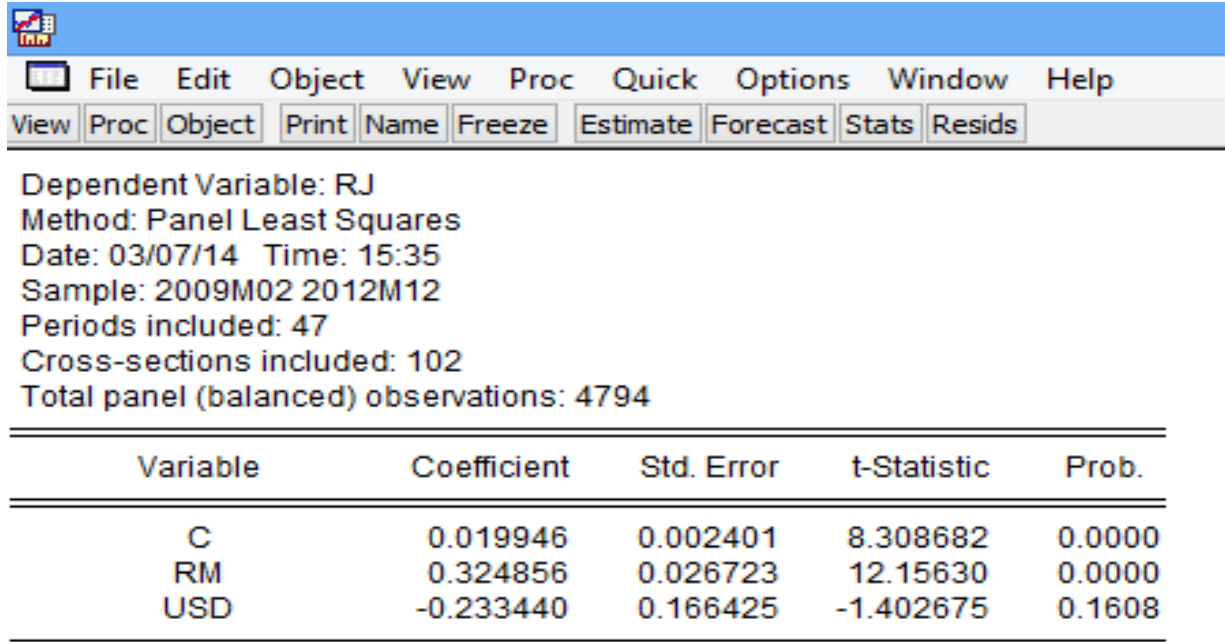
FMC	0.009087	0.5163	0.427893	0	-0.670127	0.1083
OPC	0.014344	0.2944	0.190088	0.0126	-0.804956	0.3715
PIT	-0.001619	0.9344	0.504057	0	1.675312	0.1009
REE	0.01206	0.5715	0.400049	0.0011	-0.409457	0.7706
SAM	0.003195	0.8804	0.44307	0.0003	-1.141786	0.4167
SAV	-0.0004	0.9828	0.360286	0.0008	-0.535239	0.6631
SBT	0.029741	0.0912	0.318504	0.0014	-1.510163	0.10005
SFI	0.004063	0.8664	0.504266	0.0003	-0.042679	0.9786
SVI	0.022079	0.1698	0.292875	0.0013	-0.470397	0.6543
TNC	0.023334	0.0818	0.407046	0	0.31042	0.7211
TRA	0.02564	0.1428	0.203908	0.0335	-0.426142	0.7087
VNM	0.009897	0.6022	-0.010987	0.1146	0.198774	0.8737
DNP	0.029397	0.2043	0.626953	0	0.093099	0.9509
DTT	0.003086	0.879	0.176126	0.1133	0.902264	0.5009
DXP	0.023459	0.2115	0.297604	0.0047	-1.732177	0.0628
DXV	0.003544	0.8662	0.510579	0	0.990186	0.4767
EBS	0.003743	0.8354	0.51444	0	0.950224	0.4253
HAS	-0.005839	0.7367	0.361031	0.0004	-0.95238	0.4071
HAX	0.008675	0.7431	0.160407	0.2655	-3.342971	0.0604
HBE	0.007228	0.7633	0.116912	0.3697	-2.119312	0.1849
HCC	0.031831	0.3615	-0.027909	0.8818	-0.99244	0.665
HCT	0.025042	0.4751	0.274482	0.1513	-1.036335	0.6535
HEV	0.008019	0.5869	0.338971	0.0001	1.485194	0.1314
HHC	0.025909	0.4273	0.709054	0.0002	2.316871	0.2832
HJS	-0.007116	0.8463	0.728948	0.0006	1.65202	0.4961
HLY	-0.017404	0.2686	0.163051	0.0586	-1.621062	0.0907
HMC	0.004806	0.7925	0.385121	0.0003	-0.952621	0.4306
HT1	-0.020209	0.2078	0.35275	0.0002	1.274808	0.228
HTV	0.032962	0.1913	0.441164	0.002	-1.760453	0.2883
HUT	0.025517	0.3029	0.756401	0	-0.544077	0.7377
L10	0.008981	0.629	0.527173	0	-0.290967	0.8122
L43	-0.002829	0.9129	0.467267	0.0016	0.976185	0.5676
L61	0.004639	0.7615	0.460683	0	0.214603	0.8314
LGC	0.005015	0.8443	0.237905	0.0899	0.090406	0.9572
LMC	-0.002925	0.8896	0.363137	0.0025	0.044083	0.09747

Phần 2: Hệ thống bảng B, các kết quả hồi quy trên phần mềm Eviews thể hiện tính bền vững của mô hình xét giữa độ nhạy cảm rủi ro tỷ giá và tỷ suất sinh lợi chứng khoán công ty theo tỷ giá đa phương danh nghĩa NEER, tỷ giá song phương USD/VND và EUR/ VND

Bảng B.1: *Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên **beta thị trường** và **độ nhạy của rủi ro tỷ giá** trong tất cả các giai đoạn(khi nội tệ tang giá và giảm giá) khi sử dụng tỷ giá đa phương danh nghĩa NEER.*

EViews					
File Edit Object View Proc Quick Options Window Help					
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids					
Dependent Variable: RJ					
Method: Panel Least Squares					
Date: 03/07/14 Time: 14:19					
Sample: 2009M02 2012M12					
Periods included: 47					
Cross-sections included: 102					
Total panel (balanced) observations: 4794					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.018059	0.002393	7.547846	0.0000	
RM	0.321670	0.026634	12.07727	0.0000	
R	-0.161388	0.137333	-1.175156	0.2400	

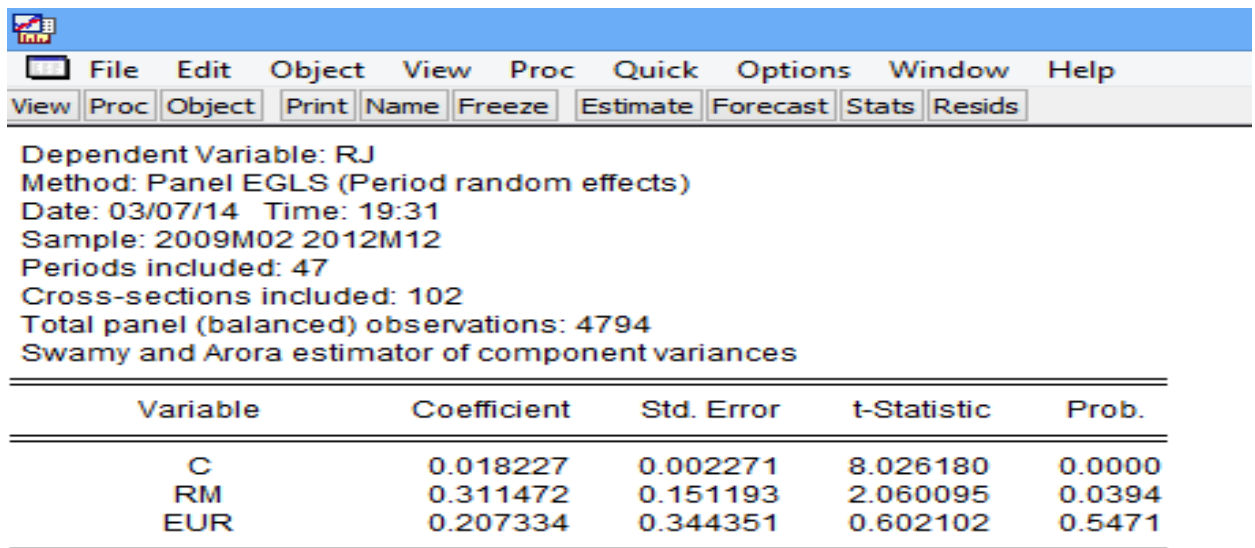
Bảng B.2: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên **beta thị trường** và **độ nhạy của rủi ro tỷ giá** trong tất cả các giai đoạn(khi nội tệ tăng giá và giảm giá) khi sử dụng tỷ giá USD/VND



Dependent Variable: RJ
Method: Panel Least Squares
Date: 03/07/14 Time: 15:35
Sample: 2009M02 2012M12
Periods included: 47
Cross-sections included: 102
Total panel (balanced) observations: 4794

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.019946	0.002401	8.308682	0.0000
RM	0.324856	0.026723	12.15630	0.0000
USD	-0.233440	0.166425	-1.402675	0.1608

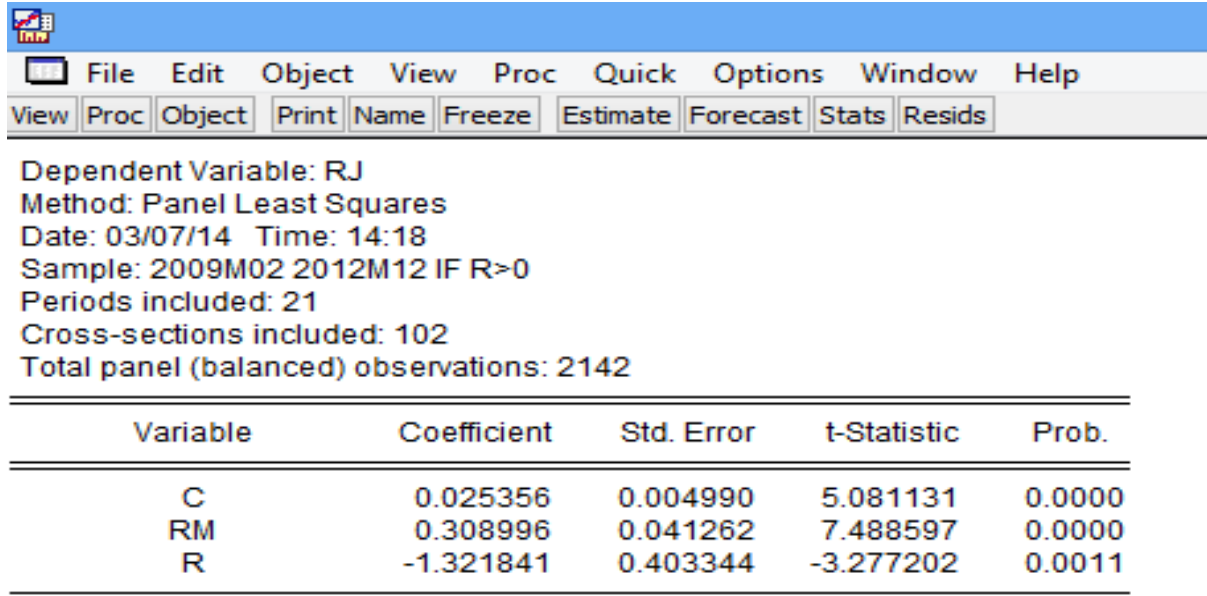
Bảng B.3: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên **beta thị trường** và **độ nhạy của rủi ro tỷ giá** trong tất cả các giai đoạn(khi nội tệ tăng giá và giảm giá) khi sử dụng tỷ giá EUR/VND



Dependent Variable: RJ
Method: Panel EGLS (Period random effects)
Date: 03/07/14 Time: 19:31
Sample: 2009M02 2012M12
Periods included: 47
Cross-sections included: 102
Total panel (balanced) observations: 4794
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.018227	0.002271	8.026180	0.0000
RM	0.311472	0.151193	2.060095	0.0394
EUR	0.207334	0.344351	0.602102	0.5471

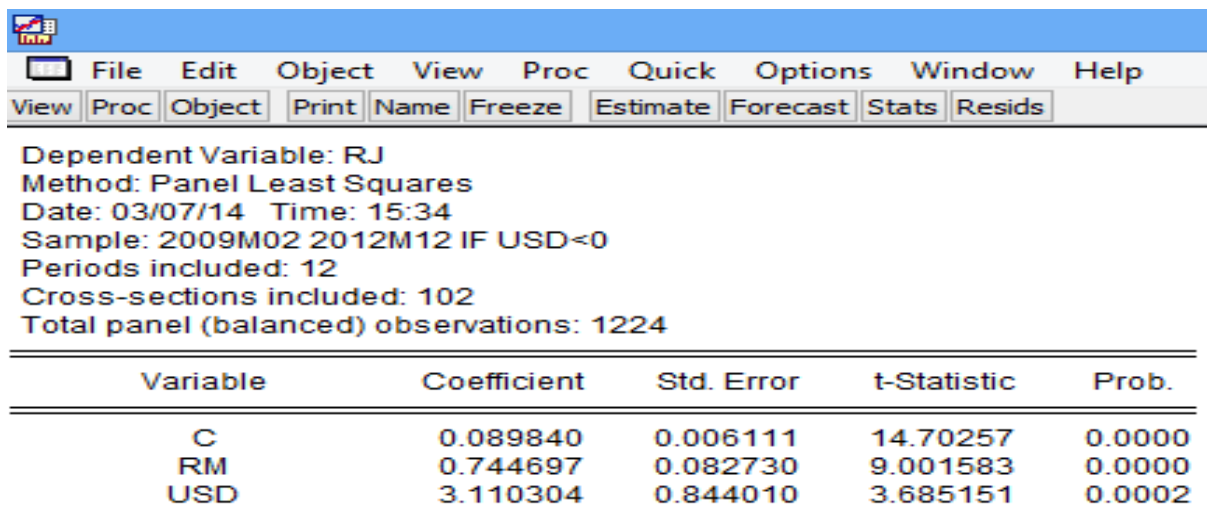
Bảng B.4: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên **beta thị trường** và **độ nhạy của rủi ro tỷ giá** trong giai đoạn nội tệ tăng giá khi sử dụng tỷ giá đa phương danh nghĩa NEER.



Dependent Variable: RJ
Method: Panel Least Squares
Date: 03/07/14 Time: 14:18
Sample: 2009M02 2012M12 IF R>0
Periods included: 21
Cross-sections included: 102
Total panel (balanced) observations: 2142

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025356	0.004990	5.081131	0.0000
RM	0.308996	0.041262	7.488597	0.0000
R	-1.321841	0.403344	-3.277202	0.0011

Bảng B.5: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên **beta thị trường** và **độ nhạy của rủi ro tỷ giá** trong giai đoạn nội tệ tăng giá khi sử dụng tỷ giá USD/VND.



Dependent Variable: RJ
Method: Panel Least Squares
Date: 03/07/14 Time: 15:34
Sample: 2009M02 2012M12 IF USD<0
Periods included: 12
Cross-sections included: 102
Total panel (balanced) observations: 1224

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.089840	0.006111	14.70257	0.0000
RM	0.744697	0.082730	9.001583	0.0000
USD	3.110304	0.844010	3.685151	0.0002

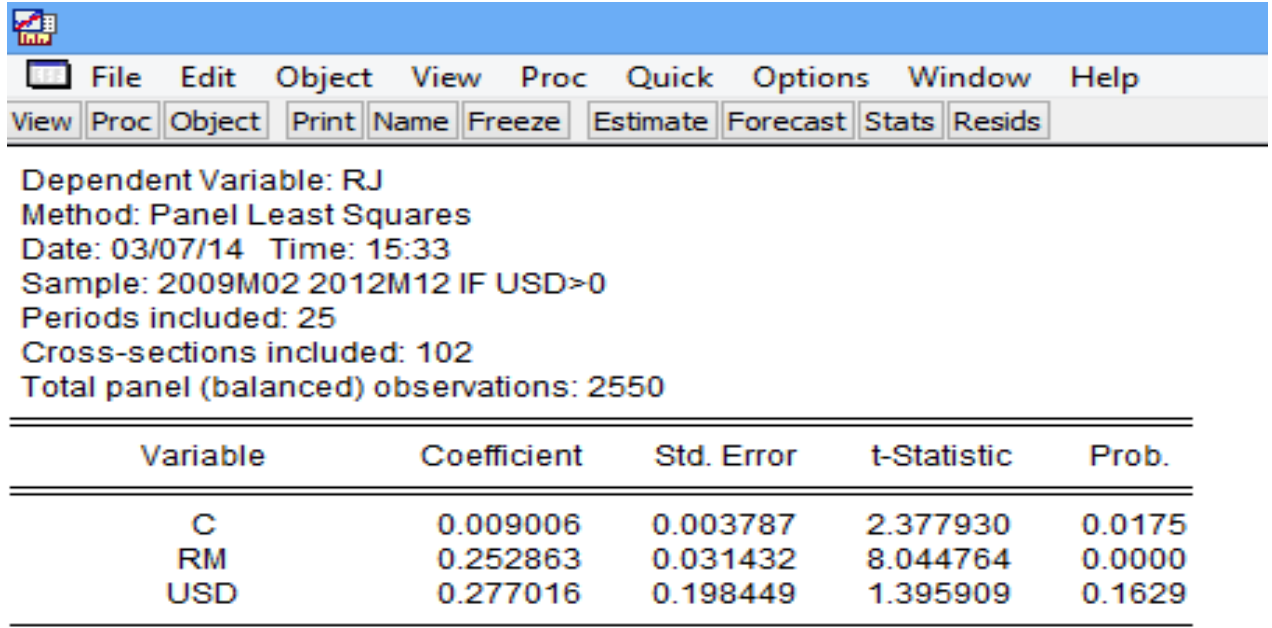
Bảng B.6: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên **beta thị trường** và **độ nhạy của rủi ro tỷ giá** trong giai đoạn nội tệ tăng giá khi sử dụng tỷ giá EUR/VND

 File Edit Object View Proc Quick Options Window Help View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: RJ Method: Panel Least Squares Date: 03/07/14 Time: 19:33 Sample: 2009M02 2012M12 IF EUR<0 Periods included: 19 Cross-sections included: 102 Total panel (balanced) observations: 1938				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.031356	0.006767	4.633793	0.0000
RM	0.157634	0.063628	2.477436	0.0133
EUR	0.732467	0.170681	4.291427	0.0000

Bảng B.7: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên **beta thị trường** và **độ nhạy của rủi ro tỷ giá** trong giai đoạn nội tệ giảm giá khi sử dụng tỷ giá đa phương danh nghĩa NEER.

 File Edit Object View Proc Quick Options Window Help View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids				
Dependent Variable: RJ Method: Panel Least Squares Date: 03/07/14 Time: 14:18 Sample: 2009M02 2012M12 IF R>0 Periods included: 21 Cross-sections included: 102 Total panel (balanced) observations: 2142				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025356	0.004990	5.081131	0.0000
RM	0.308996	0.041262	7.488597	0.0000
R	-1.321841	0.403344	-3.277202	0.0011

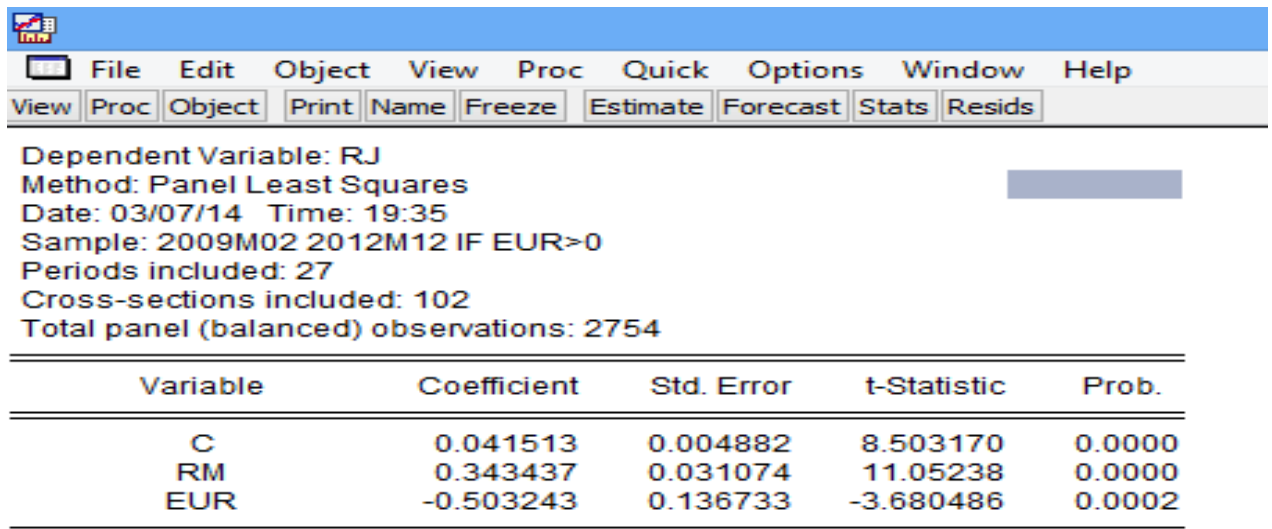
Bảng B.8: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên **beta thị trường** và **độ nhạy của rủi ro tỷ giá** trong giai đoạn nội tệ giảm giá khi sử dụng tỷ giá USD/VND.



Dependent Variable: RJ
Method: Panel Least Squares
Date: 03/07/14 Time: 15:33
Sample: 2009M02 2012M12 IF USD>0
Periods included: 25
Cross-sections included: 102
Total panel (balanced) observations: 2550

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.009006	0.003787	2.377930	0.0175
RM	0.252863	0.031432	8.044764	0.0000
USD	0.277016	0.198449	1.395909	0.1629

Bảng B.9: Bảng kết quả hồi quy chéo của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên **beta thị trường** và **độ nhạy của rủi ro tỷ giá** trong giai đoạn nội tệ tăng giá khi sử dụng tỷ giá EUR/VND



Dependent Variable: RJ
Method: Panel Least Squares
Date: 03/07/14 Time: 19:35
Sample: 2009M02 2012M12 IF EUR>0
Periods included: 27
Cross-sections included: 102
Total panel (balanced) observations: 2754

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.041513	0.004882	8.503170	0.0000
RM	0.343437	0.031074	11.05238	0.0000
EUR	-0.503243	0.136733	-3.680486	0.0002

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Adler, M., Dumas, B., 1984. Exposure to currency risk: definition and measurement. *Financial Management* 13 (2), 41–50.
- Allayannis, G., Ofek, E., 2001. Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance* 20, 273–296.
- Allayannis, G., Ihrig, J., 2001. Exposure and markups. *Review of Financial Studies* 14 (3), 805–835.
- Allayannis, G., Ihrig, J., Weston, J.P., 2001. Exchange-rate hedging: financial versus operational strategies. *The American Economic Review* 91 (2), 391–395.
- Ang, A., Liu, J., Schwarz, K., 2008. Using Stocks or Portfolios in Tests of Factor Models. *Columbia University Working Paper*.
- Aretz, K., Bartram, S.M., Pope, P.F., 2010. Macroeconomic risks and characteristic-based factor models. *Journal of Banking and Finance* 34 (6), 1383–1399.
- Bartov, E., Bodnar, G.M., 1994. Firm valuation, earnings expectations, and the exchange rate exposure effect. *Journal of Finance* 44 (5), 1755–1785.
- Bartov, E., Bodnar, G.M., Kaul, A., 1996. Exchange rate variability and the riskiness of U.S. multinational firms: evidence from the breakdown of the Bretton Woods system. *Journal of Financial Economics* 42 (1), 105–132.

Bartram, S.M., Dufey, G., Frenkel, M., 2005. A primer on the exposure of nonfinancial corporations to foreign exchange rate risk.

Journal of Multinational Financial Management 15 (4/5), 394–413.

Bartram, S.M., Karolyi, G.A., 2006. The impact of the introduction of the euro on foreign exchange rate risk exposures. *Journal of*

Empirical Finance 13 (4–5), 519–549.

Bartram, S.M., Bodnar, G.M., 2007. The exchange rate exposure puzzle. *Managerial Finance* 33 (9), 642–666.

Bodnar, G.M., Wong, F.M.H., 2003. Estimating exchange rate exposures: issues in model structure. *Financial Management* 32 (1),

35–67.

Bodnar, G.M., Gentry, W.M., 1993. Exchange rate exposure and industry characteristics: evidence from Canada, Japan, and the

USA. *Journal of International Money and Finance* 12 (1), 29–45.

Brennan, M.J., Chordia, T., Subrahmanyam, A., 1998. Alternative factor specifications, security characteristics, and the crosssection

of expected stock returns. *Journal of Financial Economics* 49, 345–373.

Brown, S.J., Otsuki, T., 1990. Macroeconomic factors and the Japanese equity markets: the CAPMD project. In: Elton, E.J.,

Gruber, M.J. (Eds.), *Japanese Capital Markets*. Harper and Row, New York, pp. 175–192.

Choi, J.J., Prasad, A.M., 1995. Exchange risk sensitivity and its determinants: a firm and industry analysis of U.S. multinationals.

Financial Management 24 (3), 77–88.

Choi, J.J., Elyasiani, E., Kopecky, K.J., 1992. The sensitivity of bank returns to market, interest and exchange rate risk. *Journal of Banking and Finance* 16 (5), 983–1004.

Chow, E.H., Lee, W.Y., Solt, M.E., 1997. The exchange rate risk exposure of asset returns. *Journal of Business* 70 (1), 107–123.

Cooper, I., 2009. On tests of the conditional relationship between beta and returns. *Applied Financial Economics* 19 (6), 427–432.

De Santis, G., Gerard, B., 1997. International asset pricing and portfolio diversification with time-varying risk. *Journal of Finance* 52 (5), 1881–1912.

De Santis, G., Gerard, B., 1998. How big is the premium for currency risk? *Journal of Financial Economics* 49, 375–412.

Doidge, C., Griffin, J., Williamson, R., 2006. Measuring the economic importance of exchange rate exposure. *Journal of Empirical Finance* 13, 550–576.

Dominguez, K.M.E., 1987. *Exchange-Rate Efficiency and the Behavior of International Asset Markets*. UMI, Ann Arbor.

Dominguez, K.M.E., Tesar, L.L., 2001a. A reexamination of exchange-rate exposure. *American Economic Review* 91 (2), 396–400.

Dominguez, K.M.E., Tesar, L.L., 2001b. Trade and exposure. *American Economic Review* 91 (2), 367–370.

Dominguez, K.M.E., Tesar, L.L., 2006. Exchange rate exposure. *Journal of International Economics* 68 (1), 188–218.

Doukas, J., Hall, P.H., Lang, L.H.P., 1999. The pricing of currency risk in Japan. *Journal of Banking and Finance* 23 (1), 1–20.

Dukas, S.P., Fatemi, A.M., Tavakkol, A., 1996. Foreign exchange rate exposure and the pricing of exchange rate risk. *Global Finance Journal* 7 (2), 169–189.

Dumas, B., Solnik, B., 1995. The world price of foreign exchange rate risk. *Journal of Finance* 50 (2), 445–479

Eun, C.S., Resnick, B.G., 1988. Exchange rate uncertainty, forward contracts, and international portfolio selection. *Journal of Finance* 43 (1), 197–215.

Fama, E.F., MacBeth, J., 1973. Risk, return and equilibrium: empirical tests. *Journal of Political Economy* 81, 607–636.

Francis, B.B., Hasan, I., Hunter, D.M., 2008. Can hedging tell the full story? reconciling differences in U.S. aggregate-and industry-level exchange rate exposures. *Journal of Financial Economics* 90 (2), 169–196.

Gopinath, G., Itskhoki, O., Rigobon, R., 2010. Currency choice and exchange rate pass-through. *American Economic Review* 100 (1), 304–336.

Griffin, J.M., Stulz, R.M., 2001. International competition and exchange rate shocks: a cross-country industry analysis of stock returns. *Review of Financial Studies* 14 (1), 215–241.

Gupta, M., Finnerty, J.E., 1992. The currency risk factor in international equity pricing. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 2 (3), 245–257.

Hamao, Y., 1988. *An empirical examination of the arbitrage pricing theory. Japan and the World Economy* 1 (1), 45–61.

He, J., Ng, L.K., 1998. *The foreign exchange exposure of Japanese multinational corporations. Journal of Finance* 53 (2), 733–753.

Jorion, P., 1990. *The exchange-rate exposure of U.S. multinationals. Journal of Business* 63 (3), 331–345.

Jorion, P., 1991. *The pricing of exchange rate risk in the stock market. Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26 (3), 363–376.

Kan, R., Zhou, G., 1999. *A critique of stochastic discount factor methodology. Journal of Finance* 54 (4), 1221–1248.

Kolari, J.W., Moorman, T.C., Sorescu, S.M., 2007. *Foreign exchange risk and the cross-section of stock returns. Journal of International Money and Finance* 27 (7), 1074–1097.

Korajczyk, R.A., Viallet, C.J., 1989. *An empirical investigation of international asset pricing. Review of Financial Studies* 2 (4), 553–585.

Lakonishok, J., Shapiro, A., 1984. *Stock returns, beta, variance and size: an empirical analysis. Financial Analysts Journal* 40, 36–41.

Llorente, G., Michaely, R., Saar, G., Wang, J., 2001. *Dynamic volume-return relation of individual stocks. Review of Financial Studies* 15, 1005–1047.

Loudon, G.F., 1993. *The foreign exchange operating exposure of Australian stocks. Accounting and Finance* 33 (1), 19–32.

Naik, N.Y., Yadav, P.K., 2003. *Do dealer firms manage inventory on a stock-by-stock or a portfolio basis? Journal of Financial Economics* 69, 325–353.

Newey, W.K., West, K.D., 1987. *A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. Econometrica* 55 (3), 703–708.

Odders-White, E.R., Ready, M.J., 2006. *Credit ratings and stock liquidity. Review of Financial Studies* 19 (1), 119–157.

Pettengill, G.N., Sundaram, S., Mathur, I., 1995. *The conditional relation between beta and returns. Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30 (1), 101–116.

Prasad, A.M., Rajan, M., 1995. *The role of exchange and interest risk in equity valuation: a comparative study of international stock markets. Journal of Economics and Business* 47 (5), 457–472.

Roache, S.K., Merritt, M.D., 2006. *Currency Risk Premia in Global Stock Markets. IMF Working Paper.*

Shanken, J., 1992. *On the estimation of beta-pricing models. Review of Financial Studies* 5 (1), 1–33.

Shanken, J., Weinstein, M.I., 2006. *Economic forces and the stock market revisited. Journal of Empirical Finance* 13, 129–144.

Vassalou, M., 2000. *Exchange rate and foreign inflation risk premia in global equity returns. Journal of International Money and*

Finance 19, 433–470.

Williamson, R., 2001. *Exchange rate exposure and competition: evidence from the automotive industry*. *Journal of Financial*

Economics 59 (3), 441–475