**PHẢN ỨNG THỊ TRƯỜNG KHI CÓ THÔNG TIN**

**NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC THAY ĐỔI TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI**

(MARKET REACTIVITY WHEN THERE IS INFORMATION THAT THE STATE BANK CHANGES A CURRENCY EXCHANGE RATE)

**Nguyễn Tiến Hùng1,\***, **Khúc Minh Triết2**

1Trường Đại học Kinh Tế Công Nghiệp Long An,   
938, QL 1A, P. Khánh Hậu, TP. Tân An, Long An

2HDBank Nguyễn Ảnh Thủ, 2C, Nguyễn Ảnh Thủ, P. Trung Mỹ Tây,  
 Q.12, TP. Hồ Chí Minh.

\* *SĐT:* 0166.333.6725; *Email:* [nguyen.hung@daihoclongan.edu.vn](mailto:nguyen.hung@daihoclongan.edu.vn)

**TÓM TẮT**

Nghiên cứu được thực hiện nhằm kiểm tra phản ứng của thị trường khi có thông tin ngân hàng nhà nước (NHNN) thay đổi tỷ giá hối đoái (TGHĐ) thông qua lợi nhuận bất thường (LNBT) và khối lượng giao dịch bất thường (KLGDBT). Với mẫu dữ liệu là các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng Khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ tháng 01/2009 đến tháng 12/2015, cùng với sự hỗ trợ của phương pháp nghiên cứu sự kiện trong tài chính. Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường là có phản ứng nhưng phản ứng chậm (hiệu quả dạng vừa) thông qua việc tồn tại LNBT tại ngày NHNN công bố thông tin và 2 ngày sau đó. Tuy nhiên, không tồn tại KLGDBT tại ngày NHNN công bố thông tin mà KLGDBT lại có xu hướng tăng một giai đoạn sau ngày công bố thông tin. Qua đó cho thấy sự hoài nghi của nhà đầu tư về thông tin công bố và dường như họ có động thái quan sát chờ đón hành động thật sự từ thị trường trước khi đưa ra quyết định.

***Từ khóa:*** *Ngân hàng nhà nước, tỷ giá hối đoái, lợi nhuận bất thường, khối lượng giao dịch bất thường.*

**ABSTRACT**

The study was conducted to examine the market reaction when the state bank changed its exchange rate through abnormal return and abnormal trading volume. With the sample of non-financial firms listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange between January 2009 and December 2015, with the support of event-driven methodology in finance. The results show that the market is reactionary but slow (medium efficiency) through the existence of abnormal return on the day the states bank announced and 2 day after. However, there was no abnormal trading volume at the states bank announcement while abnormal trading volume tended to increase one stage after the date of disclosure. It shows investors' suspicion of published information and it seemed to be that they were watching for waiting action from the market before making a decision.

***Keywords:*** *The state bank, exchange rates, abnormal return, abnormal trading volume.*

1. **GIỚI THIỆU TỔNG QUAN**

Trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô có nhiều diễn biến phức tạp như hiện nay, việc điều hành chính sách tiền tệ đóng vai trò vô cùng quan trọng đối với bất kì quốc gia nào và Việt Nam cũng không ngoại lệ. Ngân hàng nhà nước Việt Nam trong suốt những năm qua đã luôn nỗ lực điều hành chính sách tiền tệ với những công cụ điều hành khác nhau nhằm hướng đến các mục tiêu chung của nền kinh tế. Một trong số những công cụ điều hành đó là thông qua điều chỉnh tỷ giá hối đoái (TGHĐ). Chính vì tầm ảnh hưởng đó mà khi có bất kì một thông tin nào liên quan đến việc điều chỉnh TGHĐ, thị trường tài chính nói chung và đặc biệt là thị trường chứng khoán nói riêng sẽ ngay lập tức phản ứng lại với những thông tin đó.

Trong bối cảnh thị trường chứng khoán còn non trẻ như nước ta hiện nay, thị trường sẽ phản ứng vô cùng nhạy với thông tin có liên quan TGHĐ và cụ thể là thông tin NHNN thay đổi TGHĐ. Sự biến động TGHĐ trên thị trường nước ta chắc chắn sẽ rất khác biệt so với thị trường các nước trên thế giới. Hiện nay trên thế giới đã có nhiều đề tài nghiên cứu về phản ứng thị trường với các thông tin khác nhau trong đó có thông tin liên quan đến TGHĐ. Các nghiên cứu này chủ yếu sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện. Đây là một phương pháp khó và chưa thực sự phổ biến trong nhiều nghiên cứu tại Việt Nam. Thêm vào đó, những đề tài nghiên cứu về phản ứng thị trường khi có thông tin ngân hàng nhà nước thay đổi TGHĐ là chưa nhiều và ở Việt Nam thì lại càng ít hơn.

Tại Việt Nam, việc thay đổi các chính sách kinh tế vĩ mô, đặc biệt là thay đổi TGHĐ thường xảy ra một cách đột ngột và đã ảnh hưởng đến tâm lý của các nhà đầu tư, thị trường chứng khoán (TTCK) và những hoạt động chung của nền kinh tế. Chính vì thế, nghiên cứu sự tác động của việc thay đổi TGHĐ sẽ ảnh hưởng đến nền kinh tế nói chung, TTCK nói riêng và đặc biệt là sự biến động giá cổ phiếu là thật sự cần thiết và hữu ích. Khi xác định được sự tác động của việc thay đổi TGHĐ ảnh hưởng đến TTCK sẽ góp phần đưa ra các giải pháp khắc phục khi có sự tác động tiêu cực của TGHĐ lên TTCK cũng như giúp phát triển TTCK phù hợp với tình hình kinh tế.

1. **CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM**
   1. **Cơ sở lý thuyết**

*Thị trường* được hiểu là nơi mà người mua và người bán gặp nhau để trao đổi hàng hoá. Theo định nghĩa này, thị trường được thu hẹp ở “cái chợ”*.* Các nhà kinh tế sử dụng thuật ngữ thị trường để chỉ tập thể người mua, người bán giao dịch với nhau về một sản phẩm hay một lớp sản phẩm. **Theo McCarthy &** Davison **(1980) thị trường được hiểu là nhóm khách hàng tiềm năng với những nhu cầu tương tự (giống nhau) và những người bán đưa ra các sản phẩm khác nhau với cách thức khác nhau để thoả mãn nhu cầu đó.**

Thông qua khái niệm thị trường ta có thể hiểu được rằng khi có bất kỳ thông tin nào được đưa vào thị trường thì nó sẽ tác động đến thị trường. Tác động của thông tin đó có thể xấu, hoặc tốt hoặc không ảnh hưởng gì tới thị trường. Vì vậy, các đối tượng có liên quan cần phải tỉnh táo trước khi đưa ra các quyết định của mình. Trong nghiên cứu này, *phản ứng thị trường* được thể hiện thông qua giá cổ phiếu và khối lượng giao dịch của cổ phiếu khi có thông tin ngân hàng nhà nước thay đổi TGHĐ.

* Phản ứng của thị trường qua giá cổ phiếu thể hiện ở lợi nhuận bất thường (AAR) của cổ phiếu.
* Phản ứng của thị trường qua khối lượng giao dịch cổ phiếu thế hiện ở khối lượng giao dịch bất thường (AV) của cổ phiếu.

Như vậy, phản ứng thị trường có vai trò đặc biệt quan trọng đối với bất kỳ một doanh nghiệp nào và sự thành bại của doanh nghiệp nói riêng hay nền kinh tế nói chung một phần có sự đóng góp từ hoạt động nghiên cứu thị trường.

Theo Fama & cộng sự (1969), *lợi nhuận bất thường* (Abnormal Return) là sự vượt trội của lợi nhuận cổ phiếu so với mức thông thường do ảnh hưởng bởi thông tin không được công bố. Nói cách khác, lợi nhuận bất thường là sự chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng và thường được ước tính dựa trên mô hình sau: Mô hình lợi nhuận bình quân (Model Mean Return – MMR); Mô hình lợi nhuận điều chỉnh theo thị trường (Model Market Adjusted); Mô hình lợi nhuận điều chỉnh theo rủi ro và thị trường (Model Market and Risk Adjusted); Mô hình định giá tài sản (CAPM); và Mô hình đa nhân tố (APT).

Nghiên cứu của Clark (1973) được xem là một trong những nghiên cứu đầu tiên về vai trò của *khối lượng giao dịch bất thường*. Ông cho rằng lợi nhuận và khối lượng giao dịch có mối quan hệ do những thông tin tiềm ẩn và giá cổ phiếu có những thay đổi lớn bởi những thông tin được đưa ra thị trường. Trong nghiên cứu của mình, ông đã sử dụng biến khối lượng giao dịch như là đại lượng đại diện cho sự biến động do ảnh hưởng bởi thông tin, và từ đó ông đã phát triển giả thuyết hỗn hợp phân phối (Mixture of Distribution Hypothesis – MDH).

Dựa trên giả thuyết MDH, nghiên cứu Copeland (1976) chỉ ra rằng có mối quan hệ cùng chiều giữa giá cổ phiếu với độ lớn của khối lượng giao dịch. Nghiên cứu của ông càng hỗ trợ thêm cho giả thuyết MDH. Trong nghiên cứu của mình, Blume & cộng sự (1994) chỉ ra rằng những nhà giao dịch theo thông tin đã truyền tải thông tin ra thị trường thông qua hoạt động giao dịch giá cổ phiếu. Nghiên cứu của Suominen (2001), cho thấy những nhà đầu tư không theo thông tin có thể quan sát sự thay đổi trong khối lượng giao dịch như là một tín hiệu nhận biết và tín hiệu truyền tải trong khối lượng giao dịch có thể góp phần giải quyết vấn đề bất cân xứng thông tin.

Nhìn chung, các nghiên cứu trên đều cho thấy khối lượng giao dịch diễn tả hành vi của thị trường và ảnh hưởng đến quyết định của các nhà đầu tư trên thị trường.

Nghiên cứu của Epps (1975) cho rằng khi thị trường trong giai đoạn tăng/ giảm giá thường gắn liền với khối lượng cao/ thấp. Nghiên cứu của Karpoff (1986, 1987) cũng xác nhận có mối quan hệ đồng biến giữa lợi nhuận và khối lượng giao dịch. Trong đó, khối lượng giao dịch là yếu tố bao hàm thông tin quan trọng của cổ phiếu khác khi giá cổ phiếu không bao hàm đầy đủ thông tin quan trọng của cổ phiếu khác khi giá cổ phiếu không bao hàm đầy đủ thông tin cũng như độ chính xác của thông tin. Thực tế, nếu nhà đầu tư theo thông tin tiếp tục giao dịch một phía để mua/ bán khi sở hữu thông tin tốt/ xấu thì khối lượng giao dịch bao hàm nhiều thông tin.

Easley & O’hara (1987) nghiên cứu toàn diện vấn đề này bằng cách xem xét độ lớn của khối lượng giao dịch. Nghiên cứu này đã chỉ ra rằng các nhà đầu tư theo tin tức có thể thay đổi khối lượng giao dịch của họ để tạo ra các tác động khác nhau đến giá chứng khoán. Một điểm chung của nghiên cứu này là giá điều chỉnh ngay lập tức với các thông tin được công bố nhưng không điều chỉnh với các thông tin nội bộ. Do đó, việc điều chỉnh giá là không phản ứng ngay lập tức với thông tin nội bộ.

Tuy nhiên, nghiên cứu của Bajo (2010) đã tiến hành thêm bước nữa là nghiên cứu vai trò của sự thay đổi lớn và đột ngột trong khối lượng giao dịch bất thường và không xem xét đến việc công bố thông tin cho việc dự đoán giá cổ phiếu. Nghiên cứu của Bajo cũng cho thấy được mối quan hệ đồng biến giữa lợi nhuận bất thường và khối lượng giao dịch bất thường xung quanh ngày xẩy ra giao dịch bất thường.

* 1. **Lý thuyết nền tảng liên quan**

***Lý thuyết thị trường hiệu quả (Effective Market Theory)***

Theo Fama (1970) giá cổ phiếu phản ánh tất cả thông tin công bố và ngầm định rằng các cổ phiếu có khả năng thay thế gần như hoàn hảo cho nhau. Việc mua hoặc bán một lượng lớn sẽ không tác động lên giá cổ phiếu, do vậy lợi nhuận từ cổ phiếu sẽ là ngẫu nhiên và hầu như tuân theo quy luật phân phối chuẩn. Thị trường được chia thành ba cấp độ hiệu quả:

**Bảng 1.**Ba cấp độ của thị trường hiệu quả

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ** | | | | |
| ***Dạng yếu***  ***(Weak Form)*** |  | ***Dạng vừa***  ***(Semi-strong Form)*** |  | ***Dạng mạnh***  ***(Strong Form)*** |
| Thông tin trong quá khứ không cho phép nhà đầu tư sử dụng để đạt được lợi nhuận cao hơn lợi nhuận bình quân thị trường (lợi nhuận vượt trội). |  | Mọi thông tin đã công bố không cho phép nhà đầu tư sử dụng để đạt được lợi nhuận cao hơn lợi nhuận bình quân thị trường (lợi nhuận vượt trội). |  | Mọi thông tin liên quan (kể cả thông tin nội bộ) không cho phép nhà đầu tư sử dụng để đạt được lợi nhuận cao hơn lợi nhuận bình quân thị trường (lợi nhuận vượt trội). |

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

Ngoài ra, nghiên cứu của Andriopouls (2005) đã chỉ ra bốn đặc điểm để thị trường hiệu quả, đó là: (i) Tính sẵn có của thông tin; (ii) Nhà đầu tư tư lợi; (iii) Tốc độ mà thông tin được hấp thụ và dẫn đến mức cân bằng giá mới; và (iv) Nhà đầu tư bình thường và mức độ biểu hiện những hành vi có tính nhận thức năng lực và hiệu quả.

Sự thay đổi về giá cổ phiếu sẽ tuân theo *quy luật ngẫu nhiên* (bước ngẫu nhiên – Random walk). Theo Bodie & cộng sự (2011) sự thay đổi giá cổ phiếu là ngẫu nhiên không thể dự báo được. Sự thay đổi tiếp theo của giá cổ phiếu không có mối tương quan. Giá trị nội tại của cổ phiếu được tính toán dựa trên nguyên tắc chiết khấu dòng tiền hoặc cổ tức tương lai. Khi thông tin tốt xuất hiện, nhà đầu tư sẽ điều chỉnh dự báo dòng tiền và cổ tức theo xu hướng tăng làm cho giá cổ phiếu tăng. Ngược lại, khi thông tin xấu xuất hiện, nhà đầu tư dự báo dòng tiền và cổ tức sẽ giảm làm giá cổ phiếu giảm. Thông tin mới được coi như là những thông tin có tính ngẫu nhiên và không thể dự đoán được.

Tuy nhiên, có một số các nghiên cứu cho kết quả không phù hợp với EMH khi thực hiện xem xét phản ứng giá cổ phiếu với sự kiện thay đổi cổ phiếu trong chỉ số chứng khoán, điển hình là các nghiên cứu của Harris & Gurel (1986); Shleifer (1986).

#### Kiểm định thị trường hiệu quả

Có nhiều phương pháp để thực hiện kiểm định tính hiệu quả của thị trường, tuy nhiên đối với việc xem xét một hoạt động dựa vào một sự kiện thông tin thì phương pháp nghiên cứu sự kiện là nổi trội hơn cả. Phương pháp nghiên cứu sự kiện xuất hiện đã khá lâu nhưng có lẽ Dolley (1933) là nghiên cứu đầu tiên đề cập vấn này, Dolley (1933) đã xem xét phản ứng của giá cổ phiếu đối với sự kiện chia tách cổ phiếu trên bộ dữ liệu gồm có 95 quan sát trong thời gian từ năm 1921 đến năm 1931. Nghiên cứu sự kiện có lẽ được trình bày rõ ràng hơn hết trong nghiên cứu của MacKinlay (1997). Gần đây, Damodaran (2012) đã tổng hợp phương pháp nghiên cứu sự kiện thành năm bước như sau:

* *Bước 1:* Xác định rõ sự kiện sắp được nghiên cứu và thời điểm công bố sự kiện. Giả định được sử dụng trong các cuộc nghiên cứu là các nhà đầu tư nắm tương đối chính xác thời gian của sự kiện.
* *Bước 2:* Thu thập các mức tỷ suất lợi nhuận (LN) xung quanh ngày công bố sự kiện.
* *Bước 3:* Xác định lợi nhuận vượt trội xung quanh ngày công bố sự kiện của từng công ty. Suất sinh lợi này sẽ được điều chỉnh tùy theo hoạt động của thị trường và mức độ rủi ro. Có thể sử dụng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) để kiểm soát rủi ro:

***LN vượt trội kỳ t = LN ngày t – (Rf + βi\*LN danh mục thị trường ngày t)***

* *Bước 4:* Tính suất sinh lợi vượt trội trung bình của mẫu kiểm định và sai số chuẩn lợi nhuận vượt trội trung bình trong ngày t(ARit).
* *Bước 5:* Thực hiện ước lượng thống kê t cho mỗi thời kỳ để kiểm tra liệu lợi nhuận vượt trội xung quanh ngày thông báo có khác 0 hay không.

***Lý thuyết thông tin (Information Hypothesys – IH)***

Lý thuyết thông tin được xây dựng bởi Shannon (1948) để xác định giới hạn cơ bản trong các hoạt động xử lý tín hiệu chẳng hạn như nén dữ liệu hay lưu trữ và truyền dẫn dữ liệu.

Theo IH trong một thị trường hiệu quả, giá cổ phiếu phản ánh ngay lập tức việc tăng (giảm) với thông tin tốt (xấu) được công bố và tác động của thông tin này là lâu dài. Vì vậy, giá cổ phiếu sẽ phản ứng một cách chính xác với thông tin NHNN thay đổi TGHĐ và đạt được một mức cân bằng mới khi có thông tin công bố. Cũng theo IH, tác động của thông tin lên khối lượng giao dịch chỉ là tạm thời. Lý thuyết thông tin được hỗ trợ qua kết quả nghiên cứu của Jain (1987), và Liu (2011).

* 1. **Tổng quan các nghiên cứu trước về phản ứng của thị trường khi NHNN thay đổi TGHĐ**

Hiện nay trên thế giới có khá nhiều đề tài nghiên cứu về phản ứng thị trường theo phương pháp sự kiện (Event Study) với những sự kiện nghiên cứu khác nhau. Trong số đó, đề tài về phản ứng thị trường với sự kiện NHNN công bố thông tin thay đổi TGHĐ đã có một vài nghiên cứu trên thế giới nhưng lại chưa được nghiên cứu rộng rãi ở Việt Nam. Có thể kể đến một số nghiên cứu thực nghiệm thể hiện thông qua các mối tương quan dưới đây:

***Mối quan hệ đồng biến***

Một trong những nghiên cứu tiêu biểu là của Phylaktis & Ravazzolo (2005) trong *“Stock prices and exchange rate dynamics”*, nhằm mục đích phân tích mối tương quan động ngắn hạn và dài hạn giữa giá chứng khoán và TGHĐ bằng cách sử dụng đồng liên kết và đa biến Granger kiểm tra quan hệ nhân quả đối với một số quốc gia khu vực Thái Bình Dương thời kỳ 1980 – 1998. Kết quả nghiên cứu cho thấy: (i) Không có mối quan hệ dài hạn giữa TGHĐ thực và thị trường chứng khoán nội địa ở các quốc gia; (ii) Thị trường chứng khoán Mỹ được xem là *“biến nguyên nhân”* quan trọng truyền dẫn các biến động đến thị trường ngoại hối và thị trường chứng khoán và giữa giá chứng khoán Mỹ và TGHĐ thực của các quốc gia khu vực Thái Bình Dương có mối tương quan dương cho những năm sau năm 1990; và (iii) Giá cổ phiếu và thị trường ngoại hối có mối liên quan tích cực.

Tại thị trường các quốc gia mới nổi, nghiên cứu của ChkiliWalid & cộng sự (2011) đã sử dụng mô hình EGARCH chuyển đổi Markov (MS – EGARCH) để xem xét mối quan hệ giữa TGHĐ và biến động thị trường chứng khoán từ tháng 12 năm 1994 đến tháng 3 năm 2009 cho bốn thị trường là Hồng Kông, Singapore, Malaysia và Mexico. Kết quả của nghiên cứu cung cấp nhiều bằng chứng về tồn tại biến động bất cân xứng trong thị trường chứng khoán, hiệu ứng lan tỏa biến động giữa hai thị trường và mối quan hệ phụ thuộc của xác suất chuyển đổi trạng thái trên thị trường chứng khoán vào biến động TGHĐ.

Nghiên cứu của Aggarwal (1981) xem xét các mối quan hệ giữa thay đổi trong tỷ giá đô la và những thay đổi trong ba chỉ số giá chứng khoán: Exchange Index New York, các tiêu chuẩn và chỉ số 500 cổ phiếu, và các Sở Thương mại Index là 500 cổ phiếu. Các kết quả cho thấy một mối tương quan tích cực giữa ba chỉ số giá cổ phiếu và giá trị của đồng đô la. Nói cách khác, một sự giảm giá trị của đồng đô la có tương quan với sự suy giảm giá cổ phiếu và ngược lại.

Tại Việt Nam, một trong nghiên cứu tiêu biểu ở khía cạnh này là nghiên cứu của Liên Hoa & Thúy Hường (2014) về mối liên kết động giữa TGHĐ và biến động thị trường chứng khoán các quốc gia mới nổi ASEAN. Trong nghiên cứu này tác giả sử dụng mô hình EGARCH chuyển đổi Markov để tìm hiểu mối liên kết động giữa TGHĐ và biến động thị trường chứng khoán cho thị trường mới nổi ASEAN thời kỳ 2005 – 2013. Quá trình chuyển đổi Markov phân biệt kết quả thành hai trạng thái khác nhau của thị trường chứng khoán và xem xét khả năng chuyển đổi giữa hai trạng thái này dưới sự tác động của thay đổi TGHĐ: (i) Trạng thái 0 tương ứng với lợi nhuận chứng khoán có trung bình cao và phương sai thấp; và (ii) Trạng thái 1 tương ứng với lợi nhuận chứng khoán có trung bình thấp và phương sai cao. Kết quả nghiên cứu khẳng định mối quan hệ phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán và thị trường ngoại hối và biến động lợi nhuận chứng khoán phản ứng bất đối xứng với các sự kiện diễn ra trên thị trường ngoại hối.

***Không tồn tại mối quan hệ***

Nghiên cứu của Taisier & cộng sự (1994) về phản ứng của các công ty đa quốc gia (Multi-national corporations) khi có thông tin thay đổi TGHĐ đồng đô la. Mục đích của nghiên cứu này là để kiểm tra tác động của thay đổi tỷ giá đồng đô la trên tờ khai an ninh của các tập đoàn đa quốc gia (MNC), vì họ lo ngại về TGHĐ như là một loại rủi ro tài chính tiềm năng đã xuất hiện từ sự sụp đổ của các tiêu chuẩn vàng trong năm 1971 ảnh hưởng đến thị trường. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng giá cổ phiếu các công ty đa quốc gia không có phản ứng tích cực với thông tin thay đổi TGHĐ đồng đô la và (i) TGHĐ biến động với việc cung cấp và nhu cầu tiền tệ, (ii) Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy sự bất ổn tiền tệ làm tăng đáng kể các rủi ro hối đoái của các tập đoàn với các hoạt động quốc tế. Họ tin rằng sự biến động TGHĐ có thể ảnh hưởng đến giá trị của các công ty tiếp xúc với nguy cơ này. Tuy nhiên, nghiên cứu của Jorion (1990) chỉ ra rằng, các nguồn tiếp cận với TGHĐ rất phức tạp và chưa được hiểu rõ. Các nghiên cứu trước đó đã xem xét mối quan hệ giữa những thay đổi trong TGHĐ và giá cổ phiếu trên thị trường đã có kết quả hỗn hợp. Nghiên cứu của Young & Wilson (1972) xem xét các đặc điểm của MNC mà giá cổ phiếu nhạy cảm với sự thay đổi TGHĐ. Kết quả nghiên cứu cho thấy các loại sản phẩm công ty, nguyên liệu đầu vào sản xuất, quy định của chính phủ, và thiệt hại là các biến quan trọng trong việc giải thích lợi nhuận cổ phiếu.

Nghiên cứu của Naeem & cộng sự (2003) nhằm xem xét giá cổ phiếu và TGHĐ có liên quan với nhau hay không trong ngắn hạn cũng như dài hạn. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu hàng tháng về bốn quốc gia Nam Á (Pakistan, Ấn Độ, Bangladesh và Sri Lanka) cho giai đoạn tháng 1 năm 1994 đến tháng 12 năm 2000. Nghiên cứu được thực hiện thông qua mô hình điều chỉnh, tiến hành kiểm tra và quan hệ nhân quả Granger tiêu chuẩn được sử dụng để kiểm tra trong ngắn hạn cũng như đài hạn giữa giá cổ phiếu và TGHĐ. Kết quả của nghiên cứu cho thấy không có mối liên ngắn hạn giữa giá cổ phiếu và TGHĐ cho tất cả bốn quốc gia. Không có mối liên dài hạn giữa giá cổ phiếu và TGHĐ đối với Pakistan và Ấn Độ. Tuy nhiên, đối với Bangladesh và Sri Lanka, dường như có một quan hệ nhân quả hai chiều giữa hai biến số tài chính này (giá cổ phiếu và TGHĐ). Các kết quả này có ý nghĩa đối với các nhà đầu tư, nhà hoạch định chính sách, và các học giả.

***Mối quan hệ nghịch biến***

Nghiên cứu của Ajayi & Mougoue (1996) đã áp dụng những tiến bộ trong phân tích chuỗi thời gian để kiểm tra các mối quan hệ liên thời gian giữa các chỉ số chứng khoán và tỷ giá cho một mẫu gồm tám nền kinh tế tiên tiến. Một mô hình sửa lỗi (ECM) của hai biến (giá cổ phiếu và TGHĐ) được sử dụng để đồng thời ước tính ngắn hạn và dài hạn tính năng động của các biến. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ ngắn hạn và dài hạn giữa hai thị trường tài chính. Cụ thể, kết quả cho thấy sự gia tăng tổng giá chứng khoán trong nước trong ngắn hạn có tác dụng tiêu cực đến giá trị đồng nội tệ. Tuy nhiên, trong dài hạn, việc tăng giá cổ phiếu có tác động tích cực đến giá trị đồng nội tệ. Mặt khác, sự mất giá tiền tệ trong ngắn hạn và dài hạn thì tác động tiêu cực trên thị trường chứng khoán.

**Bảng 2:** Nghiên cứu trước về phản ứng của thị trường khi NHNN thay đổi TGHĐ

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **STT** | **Tác giả** | **Năm nghiên cứu** | **Mục tiêu** | **Kết quả** |
| *Quan hệ đồng biến* | | | | |
| 1 | Phylaktis & Ravazzolo | 2005 | Phân tích mối tương quan động ngắn hạn và dài hạn giữa giá chứng khoán và TGHĐ | Giá cổ phiếu và thị trường ngoại hối có mối liên quan tích cực. |
| 2 | ChkiliWalid & cộng sự | 2011 | Mối quan hệ giữa TGHĐ và biến động thị trường chứng khoán. | Tồn tại biến động bất cân xứng trong thị trường chứng khoán, hiệu ứng lan tỏa biến động giữa hai thị trường và mối quan hệ phụ thuộc của xác suất chuyển đổi trạng thái trên thị trường chứng khoán vào biến động TGHĐ. |
| 3 | Aggarwal | 1981 | Các mối quan hệ giữa những thay đổi trong tỷ giá đô la và những thay đổi trong ba chỉ số giá chứng khoán. | Tương quan tích cực giữa ba chỉ số giá cổ phiếu và giá trị của đồng đô la. |
| 4 | Liên Hoa & Thúy Hường | 2014 | Mối liên kết động giữa TGHĐ và biến động thị trường chứng khoán các quốc gia mới nổi ASEAN. | Mối quan hệ phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán và thị trường ngoại hối và biến động lợi nhuận chứng khoán phản ứng bất đối xứng với các sự kiện diễn ra trên thị trường. |
| *Quan hệ nghịch biến* | | | | |
| 5 | Ajayi & Mougoue | 1996 | Kiểm tra các mối quan hệ liên thời gian giữa các chỉ số chứng khoán và tỷ giá đô la. | Sự gia tăng trong tổng giá chứng khoán trong nước trong ngắn hạn có tác dụng tiêu cực đến giá trị đồng nội tệ. Tuy nhiên, trong dài hạn, việc tăng giá cổ phiếu có tác động tích cực đến giá trị đồng nội tệ. Mặt khác, sự mất giá tiền tệ trong ngắn hạn và dài hạn thì tác động tiêu cực trên TTCK. |
| *Không tồn tại mối quan hệ* | | | | |
| 6 | Taisier & cộng sự | 1994 | Phản ứng của các công ty đa quốc gia khi có thông tin thay đổi TGHĐ đồng đô la. | Giá cổ phiếu các công ty đa quốc gia không có phản ứng tích cực với thông tin thay đổi TGHĐ. |
| 7 | Naeem Muhammad & cộng sự | 2003 | Xem xét giá cổ phiếu và TGHĐ có liên quan với nhau hay không trong ngắn hạn cũng như dài hạn. | Không có mối liên ngắn hạn giữa giá cổ phiếu và tỷ giá hối. Tuy nhiên, đối với Bangladesh và Sri Lanka, dường như có một quan hệ nhân quả hai chiều giữa giá cổ phiếu và TGHĐ. |

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

* 1. **Đo lường các biến & Giả thuyết nghiên cứu**

***Đo lường và kiểm định phản ứng của LNBT***

*Đo lường phản ứng của LNBT*

Phản ứng của thị trường qua giá cổ phiếu được thể hiện thông qua LNBT. Lợi nhuận bất thường (AR) được đo lường bằng sự khác biệt giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận kì vọng. Phương pháp đo lường và kiểm định phản ứng của giá với thông báo NHNN thay đổi TGHĐ được thực hiện tương tự như các nghiên cứu của Brown & Warner (1980). Trong suốt cửa sổ sự kiện, LNBT cho chứng khoán i vào ngày t được tính theo công thức như sau:

**ARi,t= Ri,t – E(Ri,t)**

Trong đó: Ri,t: Lợi nhuận thực tế của cổ phiếu i vào ngày t, được tính bằng logarit tự nhiên của giá cổ phiếu trong ngày t chia cho giá ngày t-1; E(Ri,t): Lợi nhuận kỳ vọng của chứng khoán i vào ngày t; AR: Tổng các lợi nhuận bất thường suốt cửa sổ sự kiện.

Cách tính lợi nhuận kỳ vọng của chứng khoán i vào ngày t[E(Ri,t)] có thể tính theo hai phương pháp. Trong nghiên cứu này, lợi nhuận kỳ vọng của chứng khoán i vào ngày t[E(Ri,t)] được tính theo phương pháp 1, tức là lợi nhuận điều chỉnh theo thị trường. Lợi nhuận điều chỉnh theo thị trường (Market Adjusted Return) giống như các nghiên cứu của Ritter (1991), Bruner (1999) (RM,t là lợi nhuận của thị trường vào ngày t, được tính bằng logarit tự nhiên của chỉ số VN-Index trong ngày t chia cho chỉ số ngày t-1).

**E(Ri,t) = RM,t**

*LNBT trung bình (Average Abnormal Return – AAR)*

**AARt =**

*LNBT tích lũy trung bình (Cumulative Average Abnormal Return –CAAR)*

**CAAR(t1,t2)=**

## Với CAAR(t1,t2) được tính trong khung thời gian tương tự khung thời gian nghiên cứu của Bajo (2010).

*Kiểm định sự tồn tại của LNBT*

Nghiên cứu sử dụng các phương phương pháp trong nghiên cứu sự kiện, kiểm định T-test tương tự Brown & Warner (1985) và Bajo (2010), kiểm định phi tham số Sign - test tương tự Bajo (2010). Kiểm định T-test được thực hiện dựa trên giả định là lợi nhuận tuân theo quy luật phân phối chuẩn.

#### Kiểm định lợi nhuận bất thường: Kiểm định T-test dựa trên giả định là lợi nhuận theo quy luật phân phối chuẩn. T-test vào ngày t được tính theo công thức sau:

Trong đó: ; ; N: số quan sát; : độ lệch chuẩn của lợi nhuận bất thường được tính cho 79 ngày trước khung sự kiện.

Kiểm định lợi nhuận bất thường tích lũy

Trong đó:  *= ;* N: số quan sát; d: số bậc tựdo; CARi(t1,t2): Lợi nhuận bất thường tích lũy của quan sát i trong khung thời gian (t1,t2); CARR(t1,t2): Lợi nhuận bất thường tích lũy trong khung thời gian (t1,t2).

Kiểm định phi tham số Sign – Test: Tương tự Bajo (2010), Vinh & Kiếm (2014), được thực hiện dựa trên tỷ lệ của các LNBT dương vào ngày sự kiện và với thời gian được tính cho 120 ngày trước khung sự kiện. Kiểm định Sign – test không đòi hỏi lợi nhuận bất thường phải tuân theo quy luật phân phối chuẩn.

**Z =**

Trong đó: ω: Số quan sát có lợi nhuận bất thường > 0; N: Số các quan sát trong mẫu; p: Phần lợi nhuận bất thường dương kỳ vọng trong giả thuyết không được xác định trong khung thời gian dự báo; với

***Đo lường & kiểm định phản ứng của khối lượng GDBT***

*Đo lường phản ứng của khối lượng GDBT*

Phản ứng của thị trường cũng được thể hiện qua khối lượng giao dịch mà cụ thể được đo lường thông qua KLGDBT. Để đo lường khối lượng giao dịch bất thường, với cách thực hiện tương tự như nghiên cứu của Ajinkya & Jain (1989), Cready & Ramanan (1991) và Trịnh Tấn Lực (2014) KLGDBT được tính lần lượt theo các bước như sau:

Khối lượng giao dịch tại ngày t của cổ phiếu i được đo lường bằng phần trăm giữa khối lượng giao dịch hàng ngày với tổng khối lượng cổ phiếu đang lưu hành của cổ phiếu i tại ngày tương ứng và được tính theo công thức như đề nghị của Trịnh Tấn Lực (2014):

Trong đó: 𝒏i𝒕 là khối lượng giao dịch của cổ phiếu i tại ngày t; 𝑺i𝒕 là khối lượng cổ phiếu đang lưu hành của cổ phiếu i tại ngày t; Hằng số 0,000255 được thêm vào công thức theo cách làm của Campbell & Wasley (1996) dựa trên nghiên cứu của Ajinkya & Jain (1989), Cready & Ramanan (1991), Trịnh Tấn Lực (2014) nhằm loại trừ trường hợp logarit không có ý nghĩa khi khối lượng giao dịch tại ngày t bằng 0.

Khối lượng giao dịch bất thường chính là phần chênh lệch giữa khối lượng giao dịch tại ngày t với khối lượng giao dịch trung bình trong khung cửa sổ ước lượng từ ngày -89 đến ngày -11 và được tính theo công thức sau:

Trong đó:

*Kiểm định sự tồn tại của khối lượng GDBT*

Khối lượng giao dịch bất thường được kiểm định theo phương pháp đề cập trong nghiên cứu Campbell & Wasley (1996) và Trịnh Tấn Lực (2014):

Trong đó: **; ; ;** độ lệch chuẩn của khối lượng giao dịch bất thường được tính cho 79 ngày trước khung sự kiện; N là số sự kiện trong mẫu nghiên cứu.

***Giả thuyết nghiên cứu***

Dựa vào một số nghiên cứu thực nghiệm ở phần trên, đồng thời thay đổi, bổ sung và chỉnh sửa một số biến để phù hợp với điều kiện các công ty tại Việt Nam, có thể thiết lập các giả thiết như sau:

* *Giả thuyết H1:* Tồn tại LNBT tại ngày NHNN công bố thông tin thay đổi TGHĐ và thông tin này là có ảnh hưởng đến thị trường.
* *Giả thuyết H2:* Tồn tại KLGDBT trong ngày NHNN công bố thông tin thay đổi TGHĐ.
* *Giả thuyết H3:* Việc NHNN thay đổi TGHĐ có mối tương quan với LNBT và KLGDBT.

1. **DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**
   1. **Dữ liệu nghiên cứu**

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu là dữ liệu về ngày sự kiện NHNN công bố thông tin thay đổi TGHĐ cũng như dữ liệu thị trường chứng khoán có thể thu thập tại website NHNN, các website về chứng khoán, dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 01/2009 – 12/2015. Bao gồm 127 doanh nghiệp thuộc các nhóm ngành: (i) Dầu khí; (ii) Công nghệ; (iii) Nhựa & bao bì; (iv) Cao su; (v) Thủy sản; (vi) Vật liệu xây dựng; (vii) Dược; (viii) Điện; (ix) Cảng & taxi; và (x) Sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, sau khi sàng lọc các doanh nghiệp niêm yết sau 2009, mẫu dữ liệu cuối cùng bao gồm 72 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE với 11 sự kiên NHNN công bố thông tin thay đổi TGHĐ.

Dữ liệu nghiên cứu không bao gồm các định chế tài chính: Ngân hàng, quỹ đầu tư, các công ty tài chính và bảo hiểm. Lý do của việc loại trừ các DN này do ngoài việc tuân thủ luật chứng khoán, các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính còn phải hoạt động theo luật các tổ chức tín dụng và những luật liên quan khác. Vì vậy, kết quả nghiên cứu sẽ bị sai lệch nếu mẫu nghiên cứu gồm những công ty trên.

**3.2. Phương pháp nghiên cứu**

Đề tài này sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event study) để xem xét phản ứng thị trường thông qua giá và khối lượng giao dịch của cổ phiếu khi có thông tin NHNN thay đổi TGHĐ. Phản ứng của thị trường qua giá cổ phiếu thể hiện ở LNBT của cổ phiếu. Phản ứng của thị trường qua khối lượng giao dịch cổ phiếu thế hiện ở KLGDBT của cổ phiếu. Sau đó đề tài sử dụng phương pháp kiểm định giả thiết thống kê để hỗ trợ trong việc khẳng định một kết quả có đủ độ tin cậy mang tính thống kê hay không (Statistically Significant).

Phương pháp nghiên cứu sự kiện đã xuất hiện trên thế giới từ khá lâu tuy nhiên vẫn chưa phỏ biến ở Việt Nam. Dolley (1933) đã nghiên cứu sự thay đổi của giá trị cổ phiếu khi tách cổ phần với việc sử dụng mẫu của 95 trường hợp tách cổ phần giai đoạn 1921 – 1931. Đây là một trong những khởi nguồn cho phương pháp nghiên cứu sự kiện. Sau đó, phương pháp này được giới thiệu rộng rãi cho các nhà nghiên cứu tài chính qua hai bài nghiên cứu của Ball & Brown (1968) và Fama & French (1969). Kể từ đó, đã có rất nhiều những nghiên cứu trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng trên thế giới sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện.

Trong nghiên cứu này, *ngày sự kiện* chính là ngày NHNN chính thức công bố thông tin thay đổi TGHĐ trên website NHNN hoặc các phương tiện thông tin đại chúng. Tương tự như nghiên cứu của Nittayagasetwat & Nittayagasetwat (2013), khung sự kiện (cửa sổ sự kiện) có thể chọn 21 ngày từ ngày -10 đến ngày 10 tức 10 ngày trước ngày thông báo sự kiện và 10 ngày sau ngày thông báo sự kiện. Khung cửa sổ là 100 ngày (ngày 0 hay ngày sự kiện) và khung nghiên cứu bao gồm 89 ngày trước ngày thông báo thay đổi tỷ giá và 10 ngày sau ngày thông báo thay đổi tỷ giá. Cửa sổ sự kiện gồm 21 ngày gộp chung với cửa sổ sau sự kiện từ ngày -10 đến ngày +10 nhằm bao quát trường hợp rò rỉ thông tin. Khung cửa sổ ước lượng gồm 79 ngày từ ngày -89 đến ngày -11. Sau đó có thể ước lượng cửa sổ trước sự kiện và sau sự kiện một khoản thời gian nhất định.

Cửa sổ sự kiện

Cửa sổ trước sự kiện

Cửa sổ sau sự kiện

Ngày sự kiện

1. **KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN**

**4.1. Phản ứng của thị trường về giá chứng khoán**

Kết quả ngiên cứu cho thấy khi có thông tin NHNN thay đổi TGHĐ thì tồn tại lợi nhuận bất thường hay nói cách khác là thị trường thể hiện tính hiệu quả và giá cổ phiếu sẽ phản ứng theo khi có thông tin NHNN thay đổi tỷ giá (Hình 1; và Hình 2). Thêm vào đó, kết quả kiểm định thống kê tham số (t-test) và phi tham số (sign test) cũng được trình bày một cách cụ thể.

**Hình 1:** Lợi nhuận bất thường trung bình của mẫu nghiên cứu

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Hình 1 cho thấy lợi nhuận bất thường trung bình của những ngày trước ngày thông báo là âm, cụ thể là lợi nhuận âm tại ngày -10, -9, -8 tương ứng với 10, 9, 8 ngày trước ngày thông báo, hơn nữa lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy giai đoạn [-10; -7] ngày trước ngày thông báo mang giá trị âm (CAAR = -0.0074%) và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (Bảng 4), điều này chứng tỏ các doanh nghiệp thường mua cổ phiếu khi giá cổ phiếu đang có xu hướng giảm.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, lợi nhuận bất thường trung bình luôn biến động trước khi có thông tin NHNN thay đổi TGHĐ. Lợi nhuận bất thường trung bình có dấu hiệu tăng dần từ ngày -10 đến ngày -5, sau đó có dấu hiệu giảm từ ngày -5 đến ngày -2 và bắt đầu tăng trước 2 ngày khi có thông tin NHNN thay đối tỷ giá. Thêm vào đó, kết quả cũng cho thấy tồn tại lợi nhuận bất thường dương trước ngày thông báo một ngày, cụ thể đạt từ 0.00083% (ngày -1) đến 0.00183% (ngày sự kiện). Điều này, cũng có thể nhận định rằng có hiện tượng rò rỉ thông tin trước ngày NHNN công bố thông tin thay đổi TGHĐ.

**Bảng 3:** Kết quả lợi nhuận bất thường trung bình cho toàn bộ mẫu nghiên cứu

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **AAR ĐIỀU CHỈNH THEO THỊ TRƯỜNG** | | | |
| **Ngày t** | **AAR (%)** | **T Test** | **Sign Test** |
| -10 | -0.00234 | -0.23349 | 2.32986\*\* |
| -9 | -0.00227 | -0.22643 | 2.32986\*\* |
| -8 | -0.00156 | -0.15433 | 0.93194 |
| -7 | -0.00122 | -0.11984 | 0.93194 |
| -6 | 0.00167 | 0.15881 | 0.22189 |
| -5 | 0.00307 | 0.28783 | 0.19019 |
| -4 | 0.00033 | 0.03214 | 0.30063 |
| -3 | 0.00021 | 0.02055 | 0.33284 |
| -2 | -0.00029 | -0.02787 | 0.40519 |
| -1 | 0.00083 | 0.07942 | 0.31065 |
| 0 | 0.00183 | 0.17391 | 0.22189 |
| +1 | -0.00190 | -0.18873 | 1.16493 |
| +2 | 0.00161 | 0.15374 | 0.25188 |
| +3 | 0.00098 | 0.09388 | 0.25188 |
| +4 | -0.00247 | -0.24600 | 1.55324 |
| +5 | -0.00035 | -0.03400 | 0.46597 |
| +6 | -0.00024 | -0.02343 | 0.44378 |
| +7 | 0.00159 | 0.15182 | 0.25887 |
| +8 | -0.00130 | -0.12833 | 1.03549 |
| +9 | -0.00130 | -0.12849 | 1.03549 |
| +10 | -0.02339 | -3.05705\* | 2.32986\*\* |

Ghi chú: \*, \*\* lần lượt có ý nghĩa thống kê la 1% và 5%

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Tại ngày thông báo, tồn tại lợi nhuận bất thường trung bình dương là 0.00183%. Kết quả này cho phép khẳng định và chấp nhận giả thuyết H1 tức là tồn tại lợi nhuận bất thường tại ngày công bố thông tin thay đổi TGHĐ và thông tin NHNN thay đổi TGHĐ là có ảnh hưởng đến thị trường. Ngoài ra, việc tồn tại lợi nhuận bất thường cũng đã thể hiện có sự phản ứng tích cực của thị trường và ghi nhận sự tương đồng với đa phần các phát hiện đề cập trong nghiên cứu thực hiện trên thị trường chứng khoán các nước phát triển và mới nổi. Thêm vào đó, kết quả nghiên cứu đã cho thấy thông tin thay đổi tỷ giá từ NHNN được thị trường đón nhận như là thông tin tốt và đã phản ánh vào giá cổ phiếu tại ngày thông báo (AAR > 0), đây là bằng chứng về sự phù hợp với lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa (chấp nhận giả thuyết H3). Mặt khác, sự tiếp tục tồn tại LNBT vào ngày +2, +3, và +7 đã cho thấy thông tin chưa phản ánh hết vào giá và cũng thể hiện tính không hiệu quả của thị trường.

**Hình 2:** Lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy cho toàn mẫu nghiên cứu

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng giai đoạn [-10; -5] trước ngày thông báo thì lợi nhuận trung bình tích lũy là âm (CAAR = -0.00267%) với mức ý nghĩa thống kê 1%. Lợi nhuận trung bình tích lũy đạt cao nhất là 0.00351% cho giai đoạn [-7; -5], và 0.00332% cho giai đoạn [-5; -2], sau đó giảm xuống đạt còn 0.00012% cho giai đoạn [+2; +4]. Lợi nhuận trung bình tích lũy có xu hướng giảm từ 0.00012% (giai đoạn [+2; +4]) xuống còn âm 0.00102% (giai đoạn [+7; +9]) với mức ý nghĩa ở mức 5% và giảm mạnh xuống còn âm 0.02441% cho giai đoạn [+9; +10] với mức ý nghĩa 1%. Nhìn chung, sau khi thông tin thay đổi tỷ giá được công bố thì lợi nhuận trung bình tích lũy có xu hướng giảm và giảm mạnh nhất vào ngày thứ +10. Điều này một lần nữa minh chứng cho việc phản ứng chậm với thông tin của NĐT.

**Bảng 4:** Kết quả lợi nhuận bất thường trung bình cho toàn bộ mẫu nghiên cứu

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **CAAR ĐIỀU CHỈNH THEO THỊ TRƯỜNG** | | | |
| **Khung [t1; t2]** | **CAAR (%)** | **T Test** | **Sign Test** |
| [-10; -5] | -0.00267 | -0.13761 | 6.93570\* |
| [-7; -5] | 0.00351 | 0.15793 | 1.34403 |
| [-10; -7] | -0.00740 | -0.22919 | 6.52361\* |
| [-5; -2] | 0.00332 | 0.15361 | 1.22885 |
| [-2; 0] | 0.00237 | 0.12964 | 0.93773 |
| [0; +1] | -0.00008 | -0.02322 | 1.38682 |
| [+1; +2] | -0.00029 | -0.04551 | 1.41681 |
| [+2; +4] | 0.00012 | 0.02964 | 2.05699\*\* |
| [+4; +7] | -0.00146 | -0.10195 | 2.72187\*\* |
| [+7; +9] | -0.00102 | -0.08495 | 2.32986\*\* |
| [+7; +10] | -0.02441 | -0.41632 | 4.65972\* |

Ghi chú: \*, \*\* lần lượt có ý nghĩa thống kê la 1% và 5%

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường là có phản ứng với LNBT nhưng phản ứng chậm (hiệu quả dạng vừa) thông qua việc tồn tại lợi nhuận bất thường tại ngày NHNN công bố thông tin thay đổi THHĐ và 2 ngày sau đó (ngày +2, và +3).

**4.2. Phản ứng của thị trường về khối lượng giao dịch**

Bảng 5 trình bày khối lượng giao dịch bất thường trung bình () cho toàn bộ mẫu nghiên cứu trong khoảng thời gian 10 ngày trước và 10 ngày sau ngày NHNN công bố thông tin thay đổi TGHĐ. Việc tính toán khối lượng giao dịch bất thường được tiến hành theo phương pháp ước lượng bình quân (mean-adjusted abnormal trading volume).

Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng khối lượng giao dịch bất thường luôn biến động trong suốt khung thời gian sự kiện nghiên cứu. Bảng 5 cho thấy, hầu hết tất cả các ngày trước khi NHNN công bố thông tin thay đổi tỷ giá (ngoại trừ ngày -9 và -4) đều có khối lượng giao dịch dương, trong đó trước 3 ngày xuất hiện thông tin thay đổi tỷ giá thì khối lượng giao dịch giảm mạnh từ 0.06904% xuống âm 0.02992% (ngày công bố thông tin) và tiếp tục giảm sang ngày +1. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp, nhà đầu tư rất thận trọng giao dịch trước khi thông tin được đưa ra. Sau khi thông tin thay đổi tỷ giá được công bố chính thức thì các doanh nghiệp, nhà đầu tư đẩy mạnh giao dịch trong 3 ngày đầu tiên từ âm 0.04233% (ngày +1) lên 0.05544% (ngày +3). Nhìn chung, sau khi thông tin được đưa ra thì khối lượng giao dịch luôn được đẩy mạnh trong 7 ngày đầu (từ ngày +1 đến ngày +7) và có xu hướng giảm trong 3 ngày sau (từ ngày +7 đến ngày +10).

**Hình 3:** Khối lượng giao dịch bất thường trung bình

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Thêm vào đó, kết quả nghiên cứu cho thấy, nhìn chung có sự gia tăng của khối lượng giao dịch trong khung thời gian nghiên cứu nhưng lại không có ý nghĩa thống kê trong ngày sự kiện. Kết quả này cho phép bác bỏ giả thuyết H2 và H3 về sự tồn tại của khối lượng giao dịch bất thường tại ngày NHNN công bố quyết định thay đổi tỷ giá. Nói theo cách khác, chưa đủ bằng chứng thống kê cho rằng tồn tại khối lượng giao dịch bất thường trong ngày NHNN công bố thông tin thay đổi tỷ giá.

Tuy nhiên, từ ngày +4 đến ngày +7, khối lượng giao dịch bất thường trung bình tăng mạnh. Điều này, có thể giải thích rằng nhà đầu tư bắt đầu có phản ứng sau ngày NHNN công bố thông tin thay đổi tỷ giá.

Một điều ngụ ý thú vị thông qua kết quả này là dường như nhà đầu tư có sự ngờ vực trước thông tin thay đổi tỷ giá từ NHNN, và họ có động thái quan sát và chờ xem hành động thực sự từ các nhà đầu tư khác cũng như từ thị trường sẽ phản ứng như thế nào. Do vậy, họ đã phản ứng chậm và thật sự phản ứng mạnh sau ngày NHNN công bố thông tin thay đổi tỷ giá (mạnh nhất là ngày +7 là 0.13267%) thay vì là tại ngày công bố thông tin thay đối tỷ giá.

**Bảng 5:** Kết quả khối lượng giao dịch bất thường cho toàn bộ mẫu nghiên cứu

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **KHỐI LƯỢNG GIAO DỊCH BẤT THƯỜNG** | | |
| **Ngày t** | **(%)** | **t stat** |
| -10 | 0.04029 | 0.10636 |
| -9 | -0.06087 | -0.16567 |
| -8 | 0.01823 | 0.04844 |
| -7 | 0.04677 | 0.12322 |
| -6 | 0.01526 | 0.04060 |
| -5 | 0.05964 | 0.15653 |
| -4 | -0.00482 | -0.01290 |
| -3 | 0.06904 | 0.18068 |
| -2 | 0.04654 | 0.12261 |
| -1 | 0.03638 | 0.09614 |
| 0 | -0.02992 | -0.08067 |
| +1 | -0.04233 | -0.11457 |
| +2 | 0.00126 | 0.00335 |
| +3 | 0.05544 | 0.14569 |
| +4 | -0.01060 | -0.02842 |
| +5 | 0.07199 | 0.18825 |
| +6 | 0.06573 | 0.17218 |
| +7 | 0.13267 | 0.34077 |
| +8 | 0.08314 | 0.21667 |
| +9 | 0.08374 | 0.21821 |
| +10 | 0.03535 | 0.09345 |

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Nhìn chung,kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng không tồn tại khối lượng giao dịch bất thường tại ngày công bố thông tin thay đổi TGHĐ nhưng khối lượng giao dịch bất thường lại có xu hướng tăng sau ngày NHNN chính thức công bố thông tin thay đổi TGHĐ.

**4.3. Kết quả nghiên cứu & Hàm ý chính sách**

Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để nghiên cứu phản ứng của thị trường khi có thông tin NHNN thay đổi TGHĐ thông qua lợi nhuận bất thường và khối lượng giao dịch bất thường. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại lợi nhuận bất thường tại ngày NHNN công bố thông tin thay đổi TGHĐ. Điều này cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam thể hiện tính hiệu quả (dạng vừa) và giá cổ phiếu phản ứng để cập nhật thông tin khi tỷ giá thay đổi. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cho thấy trước khi thông tin thay đổi tỷ giá được công bố thì lợi nhuận bất thường và lợi nhuận bất thường tích lũy là dương (ngày -1) và âm sau khi thông tin được công bố (ngày +1). Kết quả này cũng cho thấy được là tồn tại hiện tượng rò rỉ thông tin thay đổi tỷ giá từ NHNN hoặc nếu có thì các nhà đầu tư cũng không có phản ứng trước khi thông tin được công bố và họ luôn thận trọng khi thực hiện giao dịch.

Thêm vào đó, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy không tồn tại khối lượng giao dịch bất thường tại ngày công bố thông tin thay đổi TGHĐ nhưng khối lượng giao dịch bất thường lại có xu hướng tăng sau ngày NHNN chính thức công bố. Điều này cho thấy nhà đầu tư khá thận trọng trong quyết định là có nên thực hiện giao dịch hay không. Kết quả này cũng cho thấy nhà đầu tư có sự ngờ vực trước thông tin công bố của NHNN và họ có hành động quan sát chờ đợi hành động từ các nhà đầu tư trong nước cũng như từ các nhà đâu tư nước ngoài trên thị trường.

* *Lợi nhuận bất thường:*Kết quả nghiên cứu tương đồng với đa phần các phát hiện được đề cập trong các nghiên cứu thực hiện trên thị trường chứng khoán ở các nước phát triển và mới nổi trước đây như nghiên cứu của Phylaktis & Ravazzolo (2005); ChkiliWalid & cộng sự (2011); và Aggarwal (1981).
* *Khối lượng giao dịch bất thường:*Kết quả nghiên cứu là phù hợp với nghiên cứu của Jorion (1990); và Naeem Muhammad & cộng sự (2003).

Từ kết quả phân tích, nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị chính sách cụ thể:

*Chính phủ:* Cần có những quy định xử phạt cụ thể hơn đối những doanh nghiệp, nhà đầu tư thực hiện giao dịch cổ phiếu với mục tiêu không lành mạnh. Cần nâng tiêu chuẩn niêm yết trên sàn đối với các doanh nghiệp niêm yết nhằm nâng cao chất lượng hàng hóa niêm yết, tránh ảnh hưởng đến uy tín chung của thị trường.

*Ngân hàng Nhà nước:* Lựa chọn cơ chế và các công cụ điều hành chính sách tỷ giá phù hợp từng giai đoạn. Các chính sách của NHNN cần được thực hiện một cách đồng bộ, nhất quán, và linh hoạt nhằm đảm TTCK được hoàn thiện.

*Doanh nghiệp niêm yết:* Đối với nhà quản lý doanh nghiệp, rõ ràng thông tin thay đổi tỷ giá được thị trường đón nhận và xem là thông tin tích cực. Thời điểm công bố chính thức là thật sự quan trọng và sự rò rỉ thông tin cũng được chỉ ra và nhà đầu tư phản ứng trước khi thông tin được công bố. Kết quả cũng hàm ý rằng nhà đầu tư có sự ngờ vực giữa tín hiệu phát ra trên thị trường. Minh chứng là nhà đầu tư có thái độ thận trọng và họ chỉ hành động mạnh mẽ khi các nhà đầu tư khác bắt đầu giao dịch.

*Nhà đầu tư:* Kết quả nghiên cứu đã cho thấy nhà đầu tư có thể tìm kiếm lợi nhuận bất thường khi có thông tin NHNN thay đổi tỷ giá tại ngày thông báo và 2 ngày tiếp theo (ngày +2 và +3) do hiện tượng thông tin chưa phản ánh hết vào giá bởi sự giới hạn về biên độ giao dịch của thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, giá cổ phiếu còn bị tác động bởi nhiều yếu tố định tính khác như: Tâm lý bầy đàn, hiện tượng “đầu cơ”. Do đó, khi đầu tư NĐT cần quan tâm đến các yếu tố vi mô như: mức sinh lời trên một cổ phần (EPS), suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE),.. Ngoài ra, cần phải dự báo được yếu tố lạm phát, mức cung tiền, đầu tư trực tiếp từ nước ngoài tăng hay giảm trong tương lai để đưa ra quyết định thích hợp.

**5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo**

Mặc dù nghiên cứu đã góp phần cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về phản ứng của thị trường khi NHNN công bố thông tin thay đổi TGHĐ, nhưng nghiên cứu lại có hạn chế nhất định. Đó là, trong giới hạn về thời gian, nghiên cứu chỉ dừng lại xem xét một số vấn đề xung quanh ngày công bố thông tin thay đổi tỷ giá. Sau giai đoạn này, hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp này như thế nào là chưa được đề cập, đây cũng là hướng gợi mở để phát triển tiếp chủ đề này.

**Tài liệu tham khảo**

[1]. McCarthy, D., & Davison, M. (1980). Independence of sensitivity to relative reinforcement rate and discriminability in signal detection.*Journal of the Experimental Analysis of Behavior*, *34*(3), 273-284.

[2]. Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. & Roll, R. (1969), “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review*, 1-21.

[3]. Clark, P. K. (1973). A subordinated stochastic process model with finite variance for speculative prices. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 135-155.

[4]. Copeland, T. E. C. (1976). A model of asset trading under the assumption of sequential information arrival. *The Journal of Finance*, *31*(4), 1149-1168.

[5]. Blume, L., Easley, D., & O'hara, M. (1994). Market statistics and technical analysis: The role of volume. *The Journal of Finance*,*49*(1), 153-181.

[6]. Suominen, M. (2001). Trading volume and information revelation in stock market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *36*(4), 545-565.

[7]. Epps, T. W. (1975). Security price changes and transaction volumes: Theory and evidence. *The American Economic Review*, 586-597.

[8]. Karpoff, J. M. (1986), “A Theory of Trading Volume”, *The Journal of Finance*, 1069-1087.

[9]. Karpoff, J. M. (1987). The relation between price changes and trading volume: A survey. *Journal of Financial and quantitative Analysis*, *22*(01), 109-126.

[10]. Easley, D., & O'hara, M. (1987). Price, trade size, and information in securities markets. *Journal of Financial economics*, *19*(1), 69-90.

[11]. Bajo, E. (2010), “The Information Content of Abnormal Trading Volume”, *Journal of Business Finance and Acountting*, 950-978.

[12]. Fama, E. F. (1970), “Efficient Capital Markets: A Riview of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 383-417.

[13]. Andriopoulos, S. (2005). Psychic television. *Critical Inquiry*, *31*(3), 618-637.

[14]. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investment and portfolio management*. McGraw-Hill Irwin.

[15]. Harris, L., & Gurel, E. (1986). Price and volume effects associated with changes in the S&P 500 list: New evidence for the existence of price pressures. *The Journal of Finance*, *41*(4), 815-829.

[16]. Shleifer, A. (1986), “Do demand curves for stocks slope down?”, *The Journal of Finance*, 41(3), 579-590.

[17]. Dolley, J. C. (1933). Characteristics and procedure of common stock split-ups.*Harvard Business Review*, *11*(3), 316-326.

[18]. MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, *35*(1), 13-39.

[19]. Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (Vol. 666). John Wiley & Sons.

[20]. Shannon, C. E. (1948). A note on the concept of entropy. *Bell System Tech. J*,*27*, 379-423.

[21]. Jain, R. K. (1987). Transport of molecules in the tumor interstitium: a review. *Cancer research*, *47*(12), 3039-3051.

[22]. Liu, M. H., & Shrestha, K. M. (2008). Analysis of the long-term relationship between macro-economic variables and the Chinese stock market using heteroscedastic cointegration. *Managerial Finance*, *34*(11), 744-755.

[23]. Phylaktis, K., Ravazzolo, F. (2005), Stock prices and exchange rate dynamics, 24,1031–1053.

[24]. ChkiliWalid, AlouiChaker, AlouiChaker and John Fry (2011), “Stock market volatility and exchange rates in emerging countries: A Markov-state switching approach”, Emerging Markets Review 12, 272–292.

[25]. Agarwal, G. S. (1981). Relation between atomic coherent-state representation, state multipoles, and generalized phase-space distributions. *Physical Review A*, *24*(6), 2889.

[26]. Liên Hoa & Thúy Hường, (2014), “Mối liên kết động giữa TGHĐ và biến động thị trường chứng khoán các quốc gia mới nổi ASEAN”, *Tạp chí phát triển & hội nhập*, 17 (27), 31–35.

[27]. Ali Taisier, M. (1994). The nationality question and constitutional accommodation in the Sudan, problems and prospects. *Amelashe and Mutahabe, The quest for constitutionalism in Africa, Peter Lange Germany*.

[28]. Jorion, P. (1990). The exchange-rate exposure of US multinationals. *Journal of business*, 331-345.

[29]. Young, F. E., & Wilson, G. A. (1972). Genetics of Bacillus subtilis and other gram-positive sporulating bacilli. *H. 0. Halvorson, R. Hanson, and LL Campbell (ed.), Spores V. American Society for Microbiology, Washington, DC*, *1003*, 77-106.

[30]. Naeem, M., Chohan, M. S. M., Khan, A. H., & Salah-ud-Din, S. (2003). Study of green fodder yield potential and its components of different pearl millet (Pennisetum americanum) varieties under irrigated conditions of Faisalabad. *Asian Journal of Plant Sciences*,*2*(1), 74-76.

[31]. Ajayi, R. A., & Mougoue, M. (1996). On the dynamic relation between stock prices and exchange rates. *Journal of Financial Research*, *19*(2), 193-207.

[32]. Brown, S. J. & Warner, J. B. (1980), 'Measuring security price performance', *Journal of financial Economics*, 8(3), 205-258.

[33]. Ritter, E. (1991). Two functional categories in noun phrases. *Syntax and semantics*, *25*, 37-62.

[34]. Bruner, R. F. (1999). An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault. *Journal of Financial Economics*, *51*(1), 125-166.

[35]. Vinh, V. X. & Kiếm, Đ. B. (2014), “Nghiên cứu lợi nhuận bất thường khi xuất hiện khối lượng giao dịch bất thường trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Phát triển Kinh tế*, 290, 21-41.

[36]. Ajinkya, B. B. & Jain, P. C. (1989), 'The Behavior of Daily Stock Market Trading Volume', *Journal of Accounting and Economics*, 11, 331-359.

[37]. Cready, W. M. & Ramanan, R. (1991), 'The power of tests employing log-transformed volume in detecting abnormal trading', *Journal of Accounting and Economics*, 14(2), 203-214.

[38]. Trịnh Tấn Lực, (2014), “Lợi nhuận bất thường và cung cầu của cổ phiếu đối với thông báo mua cổ phiếu quỹ: Bằng chứng thực nghiệm từ thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Luận văn thạc sĩ kinh tế Trường Đại học Mở Tp. Hồ Chí Minh.*

[39]. Campbell, C. J. & Wasley, C. E. (1996), 'Measuring abnormal daily trading volume for samples of NYSE/ASE and NASDAQ securities using parametric and nonparametric test statistics', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 6(3), 309-326.

[40]. Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178.

[41]. Nittayagasetwat, W., & Nittayagasetwat, A. (2013). Common Stock Repurchases: Case of Stock Exchange of Thailand. *International Journal of Business and Social Science*, *4*(2).