

# Tác động của giá vàng đến thị trường chứng khoán Việt Nam

**TRẦN HUY HOÀNG**

Trường Đại học Tài chính - Marketing TP.HCM

**TRỊNH HỮU HẠNH**

Trường Đại học Công nghiệp TP.HCM

Nhận bài: 05/04/2019 – Duyệt đăng: 20/05/2019

**Tóm tắt:**

**B**ài viết nghiên cứu về tác động của giá vàng thế giới và giá vàng trong nước đến thị trường chứng khoán VN với dữ liệu lấy theo tháng từ tháng 1/2007 đến tháng 12/2017, sử dụng hàm VAR. Kết quả nghiên cứu cho thấy giá vàng thế giới có tương quan cùng chiều, giá vàng trong nước có tương quan ngược chiều đến chỉ số của thị trường chứng khoán VN.

**Từ khóa:** Giá vàng, thị trường chứng khoán, VAR, VN.

**Abstract:**

The research explores the impact of world gold price and domestic gold price to Vietnam stock market with time series data from 1/2007 to 12/2017 and using VAR model. The research results show that the world gold price has a positive correlation while the domestic gold price has a negative correlation to the Vietnam stock market (VNINDEX).

**Key Words:** Gold price, stock market, VAR, Vietnam.

## 1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán là một trong những kênh đo lường sự phát triển về kinh tế đối với một quốc gia và cũng được xem là rất hiệu quả khi giá chứng khoán được điều chỉnh rất nhanh chóng khi các thông tin mới về thị trường được công bố. Bên cạnh đó, thị trường chứng khoán cũng phát huy vai trò quan trọng của mình đối với lĩnh vực huy động vốn trong và ngoài nước của VN kể từ khi chính thức bắt đầu hoạt động vào tháng 7/2000, với hơn 15 năm thăng trầm, bất kỳ sự thay đổi tích cực hay tiêu cực trong chỉ số chứng khoán không chỉ tác động bởi yếu tố tâm lý mà còn chịu sự tác động điều tiết các chính sách của chính phủ và các biến số kinh tế vĩ mô của nền kinh tế.

Vàng sở hữu các tính chất tương tự như chứng khoán ở chỗ nó là một sự dự trữ giá trị, phương tiện trao đổi và một đơn vị thanh toán (Goodman, 1956; Solt and Swanson, 1981). Vàng cũng đóng vai trò quan trọng như là một kim loại quý với các tính chất giúp đa dạng hóa danh mục đầu tư một cách đáng kể (Ciner, 2001). Vàng được sử dụng trong công nghiệp, làm đồ trang sức, là một tài sản đầu tư và tài sản dự trữ. Vàng được dự trữ trong các ngân hàng trung ương và trong các tổ chức tài chính quốc tế, chiếm đến 32.000 tấn (Tully và Lecey, 2007). Những năm gần đây, nền kinh tế VN đang phát triển nhanh chóng, tuy nhiên tâm lý sử dụng vàng như một công cụ chống lạm phát vì vàng luôn là kênh trú ẩn an toàn nhất của

đại đa số người VN đã dẫn đến mức tiêu thụ vàng trong nước ngày càng tăng (Tapchitaichinh.vn, 2017). Với mức tăng vọt trong nhu cầu về vàng nhưng thị trường vàng lại bị kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ dẫn đến việc cung không đủ cầu khiến cho giá vàng VN luôn cao hơn giá vàng thế giới. Bài viết này cố gắng khám phá tác động giữa giá vàng thế giới và giá vàng trong nước đến thị trường chứng khoán VN. Từ đó, đưa ra các giải pháp, khuyến nghị cho VN trong thời gian tới.

## 2. Tổng quan các nghiên cứu trước về ảnh hưởng của giá vàng thế giới đến thị trường chứng khoán

Ahmet (2010) thu thập dữ liệu hàng tháng, từ tháng 1 năm 2003 đến tháng 3 năm 2010. Một mô

hình hồi quy bội được thiết kế để kiểm tra mối quan hệ giữa chỉ số ISE-100 và bảy yếu tố kinh tế vĩ mô. Kết quả chỉ ra lãi suất, chỉ số sản xuất công nghiệp, giá dầu, tỷ giá hối đoái có tác động tiêu cực đến chỉ số ISE-100 trong khi cung tiền ảnh hưởng tích cực đến chỉ số ISE-100. Mặt khác, tỷ lệ lạm phát và giá vàng dường như không có bất kỳ ảnh hưởng đáng kể nào đến chỉ số ISE-100 của Thổ Nhĩ Kỳ

Mishra, Das, Mishra và Gold (2010) xem xét giá vàng trong nước và lợi nhuận của thị trường chứng khoán dựa trên chỉ số BSE 100, điều tra nguyên nhân Granger trong Mô hình sửa lỗi véc tơ trong giai đoạn từ tháng 1 năm 1991 đến tháng 12 năm 2009. Phân tích cung cấp bằng chứng về nguyên nhân phản hồi giữa các biến số, chỉ ra giá vàng Granger-gây ra lợi nhuận thị trường chứng khoán và lợi nhuận thị trường chứng khoán cũng Granger-gây ra giá vàng ở Ấn Độ trong giai đoạn mẫu.

Samontaray và Alanuzi (2015) điều tra mối quan hệ lâu dài giữa giá vàng và thị trường chứng khoán Saudi, sử dụng bộ dữ liệu hàng tháng 10 năm từ ngày 31 tháng 10 năm 2004 đến ngày 30 tháng 11 năm 2013 bằng cách sử dụng công cụ Phương pháp bình phương tối thiểu (OLS) cho thấy Tadawul All Share Index (TASI) phản ứng tiêu cực với biến động giá vàng.

Shaique và Herani (2016) kiểm tra mối quan hệ lâu dài giữa giá vàng và chỉ số KSE-100 của thị trường chứng khoán Pakistan sử dụng dữ liệu hàng tháng của hai trăm bốn mươi tám tháng từ tháng 10 năm 1993 đến tháng 5

năm 2014. Dữ liệu chuỗi thời gian của cả hai biến chỉ số Sàn Giao dịch Chứng khoán Karachi (KSE-100) và giá vàng đã được thu thập từ trang web chính thức của thị trường chứng khoán Karachi và Forex.com. Để đạt được mục đích của nghiên cứu, một số thử nghiệm econometric đã được áp dụng như thử nghiệm gốc đơn vị bằng cách sử dụng thử nghiệm Augmented Dickey-Fuller, thử nghiệm tích hợp Johnson và Mô hình hồi quy Vector (VAR). Nghiên cứu này cho thấy không có mối quan hệ lâu dài giữa chỉ số KSE 100 và giá vàng.

Rahman và Mustafa (2018) tìm hiểu tác động của những thay đổi trong giá dầu thô và vàng đối với sự chuyển động của thị trường chứng khoán Mỹ. Dữ liệu hàng ngày được sử dụng từ ngày làm việc đầu tiên của tháng 1 năm 1986 đến ngày 30 tháng 12 năm 2016. Các thử nghiệm gốc đơn vị hiệu quả (DF-GLS và Ng-Perron), thử nghiệm ARDL-Bound có tác động tiêu cực ngắn hạn của những thay đổi của giá vàng và dầu thô đối với lợi nhuận của thị trường chứng khoán Mỹ được quan sát thấy. Kết quả có ý nghĩa thống kê từ thay đổi giá vàng, nhưng không đáng kể từ thay đổi giá dầu thô.

### 3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

Từ những mô hình của các nghiên cứu trước đây, bài viết đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

Phương trình nghiên cứu tổng quát:

$$VNINDEX_t = f(GOLDEX, GOLDIN)$$

Hay mô hình trên có thể được viết dưới dạng như sau:

$$VNINDEX_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VNINDEX_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_i GOLDEX_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_i GOLDIN_{t-i} + \epsilon_t$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc là VNINDEX: Chỉ số chứng khoán VNIndex của thị trường chứng khoán.

Biến độc lập gồm 2 biến:

GOLDEX: Giá vàng thế giới

GOLDIN: Giá vàng trong nước

Các số liệu nghiên cứu sẽ được lấy theo tháng từ tháng 1/2007 đến tháng 12/2017, số liệu này được thu thập qua các nguồn sau:

Tên biến	Ký hiệu	Nguồn số liệu
Chỉ số chứng khoán VNINDEX	VNI	Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM
Giá vàng thế giới	GOLDEX	Hội đồng Vàng Thế giới
Giá vàng trong nước	GOLDIN	Tổng cục Thống kê

Chỉ số VNINDEX là chỉ số thể hiện xu hướng biến động giá của tất cả các cổ phiếu niêm yết và giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, đó là lý do tác giả lấy chỉ số VNINDEX làm đại diện cho TTCK trong nghiên cứu này. Số liệu sẽ được lấy theo tháng với dữ

liệu đóng cửa trong khoảng thời gian từ tháng 1/2007 đến tháng 12/2017

Giá vàng thế giới là là giá vàng trên thị trường London. Số liệu được lấy theo tháng trong khoảng thời gian từ tháng 1/2007 đến tháng 12/2017

Giá vàng trong nước được chọn là giá vàng SJC. Số liệu được lấy theo tháng trong khoảng thời gian từ tháng 1/2007 đến tháng 12/2017

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu theo ngày của chỉ số chứng khoán VN-Index, giá vàng thế giới và giá vàng trong nước được trình bày theo dạng chuỗi thời gian (Time Series Data).

Các biến tham gia trong nghiên cứu này (chỉ số chứng khoán VN-Index, giá vàng thế giới và giá vàng trong nước) sẽ được sử dụng thang đo tỷ lệ (Scale) và được chuyển sang dạng Logarith tự nhiên nhằm làm giảm bớt độ phân tán cao cũng như có một số quan sát bất thường của dữ liệu gốc và việc dùng dữ liệu dưới dạng logarith để thuận lợi trong việc nhận dạng và phân tích dữ liệu.

STT	Tên biến	Nội dung	Đơn vị
1	VNINDEX	Chỉ số chứng khoán VNINDEX	Điểm
2	GOLDEX	Giá vàng thế giới	USD/ troy ounce
3	GOLDIN	Giá vàng trong nước	Triệu đồng/ lượng

VNINDEX: có đơn vị tính là điểm, là chỉ số thể hiện xu hướng biến động giá của tất cả cổ phiếu niêm yết và giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

GOLDEX: Giá vàng thế giới, đơn vị tính là USD/troy ounce, là giá vàng trên thị trường London.

**Bảng 1. Thống kê mô tả**

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
goldex	132	24.77061	7.349374	10.43	37.78
goldin	132	31.69705	9.69396	12.35	47.46
vnindex	132	575.192	187.4274	245.74	1137.69

**Bảng 2. Kết quả kiểm định tính dừng**

Biến	Test Statistic	P-value	Ý nghĩa
goldex	-2.333	0.1615	>10%
$\Delta$ goldex	-13.157	0.0000	<1%
vnindex	-1.736	0.4126	>10%
$\Delta$ vnindex	-9.009	0.0000	<1%
goldin	-2.866	0.0495	<5%
$\Delta$ goldin	-10.448	0.0000	<1%

GOLDIN: Giá vàng trong nước, đơn vị tính là triệu đồng/lượng, là giá vàng SJC.

### Phương pháp nghiên cứu

*Bước 1:* Tính thống kê mô tả chuỗi dữ liệu theo từng biến.

Thống kê mô tả cung cấp những tóm tắt đơn giản về mẫu và thước đo. Biểu diễn dữ liệu thành các Bảng số liệu tóm tắt về dữ liệu để phân tích các chỉ số thống kê như số trung bình, trung vị, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất của chuỗi dữ liệu.

*Bước 2:* Kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu thời gian.

Kiểm định tính dừng là kiểm định rất quan trọng đó xác định cấu trúc dữ liệu của các biến có phù hợp với mô hình chuỗi thời gian.

Kiểm định tính dừng bằng Augmented Dickey - Pullet test (ADF): dấu hiệu nhận biết khi nhìn vào Bảng kết quả, nếu hệ số của biến tại độ trễ t-1 bé hơn 0 và đồng thời giá trị tra Bảng ADF ở mức ý nghĩa 1%, 5%, 10% thì bác bỏ giả thiết H0, từ đó kết luận chuỗi dữ liệu dừng.

*Bước 3:* Kiểm định đồng liên kết giữa các chuỗi dữ liệu.

Nếu tồn tại đồng liên kết

thì sẽ sử dụng mô hình VECM (Vector error correction model), ngược lại nếu không tồn tại đồng liên kết sẽ sử dụng mô hình VAR (Vector autoregression).

*Bước 4:* Kiểm định các khuyết tật của mô hình chuỗi thời gian

Tiến hành kiểm tra sự phù hợp của mô hình nghiên cứu bằng cách kiểm định các khuyết tật của mô hình.

*Bước 5:* Kiểm tra sự tác động giữa các biến giá vàng thế giới và giá vàng trong nước đến chỉ số chứng khoán VNINDEX.

## 4. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

### 4.1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Thống kê mô tả các biến nghiên cứu cho thấy giá vàng thế giới trung bình trong giai đoạn nghiên cứu là 24.77061 USD/troy ounce, giá vàng trong nước là 31.69705 triệu đồng/lượng. Trong khi chỉ số chứng khoán trung bình 575.192 điểm. Biến động chỉ số chứng khoán cao hơn giá vàng thế giới và giá vàng trong nước, thể hiện ở độ lệch chuẩn cao hơn.

**4.2. Kết quả kiểm định tính dừng**

Các kết quả thử nghiệm ADF cho các biến nghiên cứu được thể hiện trong Bảng 2. Kết quả cho thấy giả thiết không có sự hiện diện của nghiệm đơn vị hay các biến là dừng bị bác bỏ ở chuỗi biến gốc Ln(vnindex), trong khi biến Ln(goldin) dừng ở mức ý nghĩa 5%. Tuy nhiên, sai phân của biến Ln(vnindex) dừng ở mức ý nghĩa 1%, điều này cho thấy Ln(vnindex) là biến tích hợp bậc một hoặc I (1).

**4.3. Kiểm định đồng liên kết**

Bước tiếp theo tác giả thực hiện kiểm định Johansen để kiểm tra sự tồn tại của các mối quan hệ dài hạn giữa các biến quan tâm. Kết quả của các thử nghiệm này được trình bày trong Bảng 3, cung cấp số lượng các vec-tơ đồng liên kết.

Như thể hiện trong Bảng 3, giá trị thống kê Trace và giá trị riêng tối đa cho thấy không tồn tại vectơ đồng liên kết. Do đó, không tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến, và mô hình phù hợp cho nghiên cứu là mô hình VAR.

**4.4. Phân tích mô hình VAR**

Mô hình VAR được ước lượng với độ trễ 6, được lựa chọn theo tiêu chuẩn Likelihood. Kết quả mô hình VAR được trình bày ở Bảng 4 cho thấy:

Biến DVNINDEX (-1) tác động cùng chiều đến DVNINDEX với mức ý nghĩa 1%

Biến DVNINDEX (-6) tác động ngược chiều đến DVNINDEX với mức ý nghĩa 10%

Biến DGOLDEX (-6) tác động cùng chiều đến DVNINDEX với mức ý nghĩa 10%

Biến DGOLDIN (-4) tác động

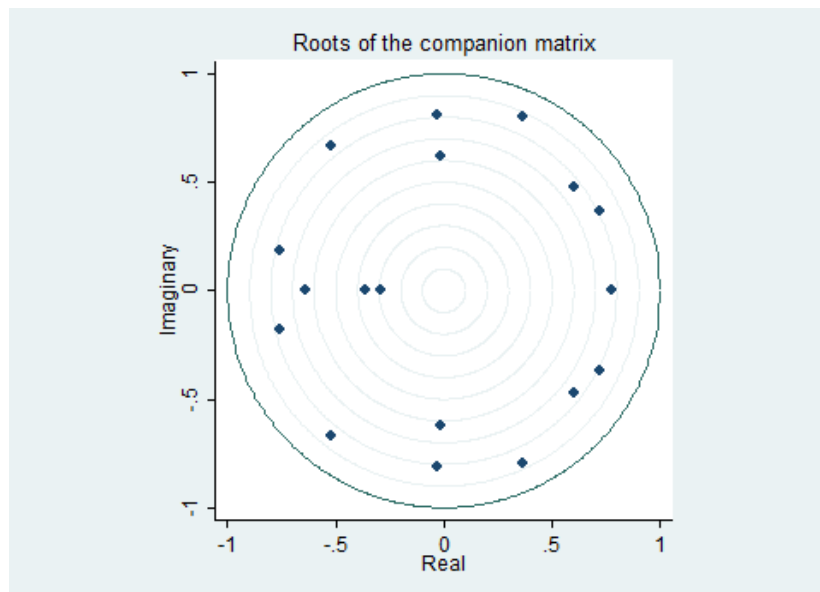
**Bảng 3. Kết quả kiểm định đồng liên kết**

Maximum rank	Parms	LL	eigenvalue	Trace statistic	5% critical value
0	30	639.80753	.	28.0465*	29.68
1	35	649.64376	0.14246	8.3740	15.41
2	38	653.12299	0.05291	1.4156	3.76
3	39	653.83077	0.01100		

**Bảng 4. Kết quả ước lượng mô hình VAR**

Biến	DVNINDEX		Mức ý nghĩa
	Hệ số hồi quy	Mức ý nghĩa	
Hàng số	0.0020072	0.779	>10%, không có ý nghĩa
DVNINDEX (-1)	0.2870152	0.001***	<1% có ý nghĩa
DVNINDEX (-2)	-0.0178426	0.843	>10%, không có ý nghĩa
DVNINDEX (-3)	-0.0351112	0.684	>10%, không có ý nghĩa
DVNINDEX (-4)	0.1099432	0.197	>10%, không có ý nghĩa
DVNINDEX (-5)	-0.091917	0.284	>10%, không có ý nghĩa
DVNINDEX (-6)	-0.1395561	0.100*	=10%, có ý nghĩa
DGOLDEX (-1)	0.031532	0.889	>10%, không có ý nghĩa
DGOLDEX (-2)	-0.0509507	0.821	>10%, không có ý nghĩa
DGOLDEX (-3)	-0.1599216	0.474	>10%, không có ý nghĩa
DGOLDEX (-4)	0.2822941	0.212	>10%, không có ý nghĩa
DGOLDEX (-5)	0.0201298	0.928	>10%, không có ý nghĩa
DGOLDEX (-6)	0.3456262	0.095**	<10%, có ý nghĩa
DGOLDIN (-1)	-0.0757567	0.803	>10%, không có ý nghĩa
DGOLDIN (-2)	0.1618198	0.593	>10%, không có ý nghĩa
DGOLDIN (-3)	-0.0597893	0.842	>10%, không có ý nghĩa
DGOLDIN (-4)	-0.5816038	0.054**	<10%, có ý nghĩa
DGOLDIN (-5)	-0.0068174	0.982	>10%, không có ý nghĩa
DGOLDIN (-6)	-0.0830861	0.772	>10%, không có ý nghĩa

Ghi chú: \*, \*\* và \*\*\* có ý nghĩa tương ứng ở mức 10%, 5% và 1%



ngược chiều đến DVNINDEX với mức ý nghĩa 10%

Để khẳng định tính vững chắc của mô hình ước tính, tác giả thực hiện kiểm định chẩn đoán trên phần dư của mô hình. Tất cả các số liệu thống kê được tính toán là không có ý nghĩa thống kê, chỉ ra mô hình không tồn tại hiện tượng tự tương quan. Ngoài ra, với mô hình VAR, sự ổn định của mô hình là điều kiện để đảm bảo kết quả hồi quy là đáng tin cậy. Tác giả báo cáo sự ổn định của mô hình ở Hình 4. Tất cả các giá trị nghiệm ước lượng đều nằm trong vòng tròn đơn vị, cho thấy mô hình VAR với độ trễ 6 là ổn định.

### 5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nền kinh tế ở VN không phải là nền kinh tế thị trường, thị trường vàng cũng như chứng khoán vẫn nằm dưới sự độc quyền của Nhà nước, do đó việc tác động giữa giá vàng lên thị trường chứng khoán vẫn chưa rõ ràng, chủ yếu nằm ở thói quen đầu tư của các nhà đầu tư và chính sách của Chính phủ.

Do VN từng là nước có mức lạm phát ở ngưỡng cao nhất châu Á và tình trạng lạm phát đó vẫn rất dễ tái diễn trong tình hình thế giới bất ổn như hiện nay: Tình hình chính trị căng thẳng giữa các cường quốc dẫn đến tỷ giá USD và thị trường chứng khoán luôn có những biến động lớn không lường trước được. Bên cạnh đó, mức thu nhập bình quân đầu người của nước ta ngày càng tăng khiến cho người dân bắt đầu nghĩ đến việc đầu tư, trong các kênh đầu tư thì vàng vẫn là kênh đầu tư ít rủi ro nhất hiện nay. Đồng thời với việc biến động không ngừng trong thị trường chứng khoán do

ảnh hưởng bởi tình hình chính trị trên thế giới đã khiến các nhà đầu tư ở VN không còn mặn mà gì với thị trường chứng khoán, thay vào đó là chuyển sang đầu tư vào thị trường vàng. Tâm lý đó đã dẫn đến tình trạng khi giá vàng giảm, các nhà đầu tư sẽ rút vốn bằng các bán tháo các cổ phiếu trước khi đóng cửa các phiên giao dịch để đổ sang tích trữ vàng và không có chiều ngược lại khiến giá cổ phiếu biến động mạnh mỗi khi giá vàng giảm sâu.

Tác động lớn nhất đến giá vàng hiện nay vẫn là các chính sách của Chính phủ trong việc quản lý thị trường vàng. Trong những năm qua, NHNN đã có rất nhiều biện pháp để có thể kiểm soát giá vàng trong nước, hạn chế tình trạng đầu cơ tích trữ vàng và để cân bằng cung cầu vàng trên thị trường.

Tăng cường chế tài xử phạt vi phạm đối với hành vi nhập lậu vàng: Trong tương lai, Ngân hàng trung ương cần ban hành thêm những văn bản có hướng dẫn cụ thể, chi tiết như: tăng mức xử phạt với hành vi xuất nhập khẩu vàng trái phép, tước bỏ giấy phép kinh doanh của các đơn vị kinh doanh bị phát hiện là buôn bán, nhập lậu vàng.

Tăng cường kiểm soát hoạt động của các tổ chức kinh doanh vàng: Các chính sách trong thời gian tới của Chính phủ cần được xây dựng theo hướng tổ chức lại thị trường vàng thông qua việc Ngân hàng trung ương quản lý chặt chẽ và can thiệp mạnh vào thị trường vàng nhằm ngăn ngừa hoạt động đầu cơ vàng, hạn chế kinh doanh vàng miếng nhưng vẫn đảm bảo quyền tích trữ vàng, mua bán vàng của người dân

cũng như các nhà đầu tư, theo dõi chặt chẽ tình hình sử dụng vàng miếng mua từ các phiên đấu thầu.

Ngoài ra, việc huy động vàng từ các cá nhân hay các nhà đầu tư bằng hình thức quy đổi vàng sang tiền mặt, thật ra là hình thức loại bỏ thói quen tích trữ vàng miếng của người dân để làm giảm con số vàng đồng thời đưa giá vàng trong nước về gần với giá vàng thế giới và giữ ở mức ổn định để hạn chế sức ảnh hưởng đến các thị trường khác nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng ●

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Ahmet B. (2010). The Effect of Macroeconomics Variables on Stock Return: Evidence from Turkey. *European Journal of Social Science*.
- Ciner, c. (2011). On the Longrun Relationship between Gold and Silver: A Note. *Global Finance Journal* 12, 299-303.
- Durga Prasad Samontaray and Ahmed Awad Alanuzi. (2015). *The Impact of Gold Price Changes on Saudi Stock Market*, <https://www.researchgate.net/publication/301929806>
- Goodman, B. (1956). The Price of Gold and International Liquidity. *Journal of Finance* 11, 15-28.
- Hamilton, J. D. (1983). Oil and the Macroeconomy since World War II. *Journal of Political Economy* 91, 228-248.
- Matiur Rahman1, Muhammad Mustafa. (2018). Effects of Crude Oil and Gold Prices on US Stock Market: Evidence for USA from ARDL. *Bounds Testing*, Volume 3 Issue 1 | 2018, doi: 10.18686/fm.v3i1.1055
- Mishra PK, Das JR, Mishra SK. (2010). Gold Price Volatility and Stock Market Returns in India. *American Journal of Scientific Research* 9: 47-55.
- Muhammad Shaique , Abdul Aziz , Gobind M. Herani. (2016). Impact of gold prices on stock exchange market: a case of Karachi stock exchange market of Pakistan. *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 4 (1) (2016) 60-63.