Tạp chí Khoa học ĐHQGHN: Kinh tế và Kinh doanh, Tập 33, Số 1 (2017) 34-42

Vai trò tài sản trú ẩn an toàn của vàng ở Việt Nam

Lê Trung Thành[1,*], Nguyễn Đức Khương[2]

[1]*Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội,*
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam
[2]*Sở Tài chính Tỉnh Thái Bình, 142 Lê Lợi, Thái Bình, Việt Nam*

Nhận ngày 23 tháng 6 năm 2016
Chỉnh sửa ngày 12 tháng 3 năm 2017; Chấp nhận đăng ngày 15 tháng 3 năm 2017

Tóm tắt: Nghiên cứu kiểm định vai trò của vàng là công cụ rào chắn rủi ro hay một tài sản trú ẩn an toàn cho các nhà đầu tư ở Việt Nam. Dựa theo mô hình của Baur và McDermott (2010), Baur và Lucey (2010), nghiên cứu thực hiện trên chuỗi dữ liệu cổ phiếu có khối lượng lớn, đồng đôla (USD) và một danh mục kết hợp hai tài sản này. Kết quả nghiên cứu cho thấy, vàng là một tài sản trú ẩn an toàn mạnh cho các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán và thị trường ngoại tệ khi thị trường biến động ở mức trung bình. Các nhà đầu tư Việt Nam có thể sử dụng vàng như một công cụ để phòng ngừa rủi ro cho danh mục đầu tư.

Từ khóa: Chứng khoán, tỷ giá Việt Nam đồng/USD, vàng, công cụ rào chắn, tài sản trú ẩn an toàn.

1. Giới thiệu

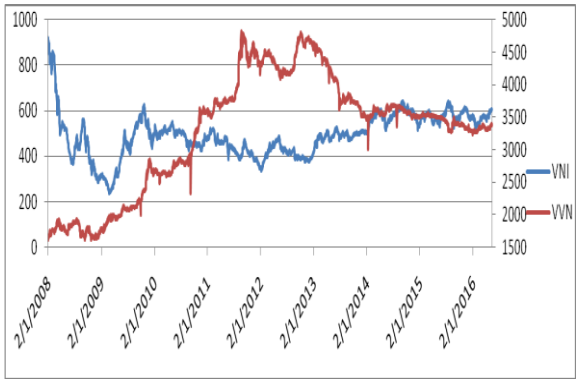
Trong các thị trường tài sản tài chính, mối quan hệ giữa giá chứng khoán, vàng, đồng USD luôn nhận được quan tâm của các nhà đầu tư. Vàng thường được sử dụng trong chiến lược đa dạng hóa đầu tư và giá trị của vàng không phụ thuộc vào thu nhập trong tương lai. Ngoài ra, khi thị trường đang biến động, giá trị của các tài sản khó xác định thì giá trị của vàng lại dễ định giá. Trong trường hợp này, vàng thường có mối quan hệ nghịch đảo với chứng khoán và USD hay hệ số phụ thuộc beta âm.

Một số nghiên cứu tiêu biểu những năm gần đây cho thấy kết quả mối quan hệ nghịch đảo của vàng với chứng khoán, như Moore (1990) [1]; Tunali (2010) [2]; Mishra và cộng sự (2010) [3]; Nisha (2015) [4]; Kal, Arslaner và Arslaner (2013) [5]. Điều này có nghĩa khi chứng khoán giảm giá, nhà đầu tư sẽ thu được lợi nhuận do vàng tăng giá. Bằng chứng về mối quan hệ ngược chiều đối với USD được tìm thấy trong các nghiên cứu của Nair, Choudhary và Purohit (2015) [6], Arezki và cộng sự (2014) [7], Omag (2012) [8]. Kết quả này chỉ ra rằng, giá vàng tăng, USD giảm giá, ngược lại, USD tăng, vàng giảm giá.

Tại Việt Nam, trong những năm vừa qua, mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và thị trường vàng thể hiện một cách phức tạp (Hình 1). Có thể thấy giá vàng và chỉ số VNI biến động ngược chiều trong giai đoạn 2010-2016, đặc biệt là năm 2010-2014. Điều này dẫn đến các kết quả khác nhau giữa các nghiên cứu học thuật. Chẳng hạn, Trương Đông Lộc (2014) sử dụng số liệu theo quý từ năm 2006-2012 thấy rằng, giá vàng và tỷ lệ lạm phát có mối tương quan nghịch với tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu [9]. Ngược lại, kết quả của Nguyễn Minh Kiều và Nguyễn Văn Điệp (2013) trong giai đoạn 2004-2011 cho rằng trong dài hạn, giữa chỉ số VNI và giá vàng trong nước có mối quan hệ tích cực [10]. Trong khi đó, Lê Long

* Tác giả liên hệ. ĐT.: 84-913590678
Email: ltthanh@vnu.edu.vn

Hậu, Lê Tấn Nghiêm và Trần Phương Hiền (2016) kết luận sự ảnh hưởng không có ý nghĩa thống kê giữa tỷ giá VND/USD, giá vàng trong nước và chỉ số giá chứng khoán [11].



Hình 1. Lịch sử giá vàng, chỉ số VNI giai đoạn 2008-2016.
Nguồn: Tác giả thực hiện từ số liệu tổng hợp.

Theo Baur và Lucey (2010) [12], Baur và McDermott (2010) [13], sự phụ thuộc của vàng không cố định (chỉ phụ thuộc vào thời điểm thị trường tài chính nào đó có biến động giảm). Điều này được thể hiện bằng cách xem xét vai trò của vàng như một công cụ rào chắn (hedge) hay tài sản trú ẩn an toàn (safe haven). Do đó, việc nghiên cứu theo phương thức này giúp thể hiện được sự thay đổi trong mối quan hệ của các thị trường tại Việt Nam như đã nêu trên.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Baur và McDermott (2010) định nghĩa [13]:

- Một tài sản được coi là một công cụ rào chắn mạnh (hoặc yếu) nếu tài sản đó tương quan âm (hoặc không có tương quan) với tài sản hoặc một danh mục đầu tư khác trong điều kiện bình thường.

- Một tài sản được coi là tài sản nơi trú ẩn an toàn mạnh (hoặc yếu) nếu tài sản đó tương quan âm (hoặc không có tương quan) với tài sản hoặc một danh mục đầu tư khác chỉ trong một khoảng thời gian nhất định, chẳng hạn thời kỳ giảm giá của chứng khoán.

Sự khác nhau giữa hai định nghĩa thể hiện ở thời điểm xác lập mối quan hệ và việc phân tách này giúp nhà đầu tư đưa ra biện pháp để phòng ngừa rủi ro. Nếu vàng là một công cụ rào chắn mạnh thì vàng sẽ có quan hệ ngược chiều với chứng khoán trong điều kiện bình thường. Điều kiện bình thường có thể hiểu là khi thị trường chưa có biến động hoặc biến động nhẹ. Trong trường hợp này, nhà đầu tư nên nắm giữ đồng thời vàng và chứng khoán, bởi mức giảm giá nhẹ của chứng khoán sẽ được bù đắp bởi phần vàng tăng giá. Ngược lại, vàng là một tài sản trú ẩn an toàn thì vàng sẽ quan hệ ngược chiều với chứng khoán khi và chỉ khi thị trường chứng khoán giảm mạnh. Giá vàng sẽ có chiều hướng tăng, do đó, trong trường hợp này nhà đầu tư nên mua vào (không nắm giữ vàng trong điều kiện thị trường bình thường).

Đối với thị trường chứng khoán, Baur và Lucey (2010) cho thấy vàng là một tài sản trú ẩn an toàn cho chứng khoán ở Mỹ, Anh nhưng ngoại trừ Đức [12]. Nhà đầu tư tại Mỹ, Anh có khả năng thu được lợi nhuận do lợi nhuận thu được từ vàng có chiều hướng tăng khi thị trường chứng khoán giảm giá mạnh. Tuy nhiên, khoảng thời gian vàng thể hiện vai trò này chỉ trong khoảng 15 ngày, do đó nắm giữ vàng vượt quá thời gian đó có thể gây tổn thất cho nhà đầu tư. Bằng chứng này cũng được thể hiện tại thị trường châu Âu, Mỹ và 18 quốc gia trên thế giới [14]. Trái lại, đối với các quốc gia như Australia, Canada, Nhật Bản và thị trường các nền kinh tế mới nổi BRICS, vàng không thể hiện vai trò đó. Trong một nghiên cứu khác về thị trường Pháp, Đức, Anh, Mỹ và các nước G7, Coudert và Raymond (2011) thấy rằng vàng đủ điều kiện để trở thành một tài sản trú ẩn an toàn, một tài sản để đa dạng hóa danh mục đầu tư do không biến động cùng chiều với cổ phiếu khi thị trường suy thoái hoặc giảm giá mạnh [15]. Khi đó, xác suất vàng tăng giá so với kỳ trước cao hơn, đầu tư vàng đem lại lợi nhuận tốt hơn [16].

Pasutasarayut và Chintrakarn (2012) không tìm thấy bằng chứng cho thấy vàng là một nơi trú ẩn an toàn cho thị trường Thái Lan khi sử

dụng chỉ số thị trường SET và cổ phiếu của 24 nhóm ngành [17]. Tại Malaysia, Ghazali, Lean và Bahari (2011) thấy rằng khi thị trường chứng khoán giảm mạnh, giữa vàng và chứng khoán tồn tại mối tương quan cùng chiều [18]. Cùng với Fahami, Haris và Mutali (2014) [19], các kết quả này phù hợp với quan điểm rằng vàng đóng một vai trò nhỏ trong phòng chống rủi ro tại thị trường các nền kinh tế mới nổi [12].

Đối với thị trường ngoại tệ, Yang và Hamori (2014) cho rằng sự phụ thuộc âm giữa các đồng tiền và vàng trong giai đoạn khủng hoảng tài chính cho thấy vai trò nơi trú ẩn an toàn của vàng [20]. Kết quả tương tự cho thị trường Anh và Mỹ được phát hiện bởi Cinera, Gurdgievb và Lucey (2013) [21]. Reboredo (2013) sử dụng mô hình Copula cho thấy sự phụ thuộc trung bình dương và sự phụ thuộc đối xứng có ý nghĩa thống kê giữa vàng và sự giảm giá đồng USD, hàm ý rằng vàng có thể đóng vai trò là công cụ rào chắn chống lại biến động USD trong điều kiện bình thường và một tài sản trú ẩn an toàn hiệu quả chống lại biến động USD trong thời gian giảm giá cực mạnh [22].

Đối với thị trường Việt Nam, Huỳnh Thị Thúy Vy (2015) cho thấy vàng là tài sản trú ẩn an toàn khi Việt Nam đồng giảm giá mạnh [23]. Gurgun và Unalmis (2014) kết luận rằng vàng là một tài sản trú ẩn an toàn mạnh cho thị trường chứng khoán [24]. Tuy nhiên, vai trò trở nên yếu hơn trong khoảng thời gian xảy ra khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Theo Do, Mcaleer và Sriboonchitta (2009), các nhà đầu tư tại Thái Lan có thể cùng nắm giữ hoặc cùng bán vàng và chứng khoán, trong khi các nhà đầu tư tại Việt Nam sẽ nắm giữ vàng trong thời gian chứng khoán giảm giá [25].

Dựa theo mô hình của Baur và Lucey (2010) [12], bài viết này sẽ tập trung phân tích khả năng phòng chống rủi ro của vàng với: (i) từng loại tài sản riêng lẻ như: các chỉ số đại diện thị trường, các cổ phiếu có lượng giao dịch lớn và USD; (ii) danh mục bao gồm cổ phiếu và USD trong giai đoạn 2008-2016. Kết quả bài viết xác định vai trò như một công cụ rào chắn hay tài sản trú ẩn an toàn của vàng cho nhà đầu tư tại Việt Nam, từ đó giúp nhà đầu tư đưa ra chiến lược đầu tư sinh lời và quản trị rủi ro.

3. Phương pháp nghiên cứu

Theo Cinera, Gurdgievb và Lucey (2013), vàng không chỉ có tác dụng phòng ngừa cho thị trường chứng khoán, thay vào đó có thể sử dụng cho trường hợp các tài sản khác như: USD, dầu thô, trái phiếu. Dựa trên mô hình của Baur và Lucey (2010), Baur và McDermott (2010), mô hình nghiên cứu đề xuất vai trò công cụ phòng ngừa rủi ro hay tài sản trú ẩn an toàn của vàng (r_{gold}) với các thị trường tài sản tài chính (r_{asset}) tại Việt Nam, được thể hiện bởi các phương trình (1a), (1b), (1c). Khi đó, lợi suất r_{asset} và các biến giả D được thay thế lần lượt bằng: r_{stock} (thị trường chứng khoán); r_{USD} (thị trường ngoại tệ); và 1 danh mục kết hợp chứng khoán và USD.

$$r_{gold,\,t} = a + b_t\, r_{asset,\,t} + e_t \quad (1a)$$

$$b_t = c_0 + c_1\, D_{(}r_{asset,t\ q5)} + c_2\, D_{(}r_{asset,t\ q2,5)} + c_3\, D_{(}r_{asset,t\ q1)} \quad (1b)$$

$$h_t = \pi + \alpha e^2_{t-1} + \beta h_{t-1} \quad (1c)$$

Trong đó: các biến $D(r_{asset,t\ q5})$, $D(r_{asset,t\ q2,5})$, $D(r_{asset,t\ q1})$ là biến giả ứng với mức phân vị 5%, 2,5%, 1% các lợi suất thấp nhất của phân phối thu nhập. $D(r_{asset,t\ q5}) = 1$ nếu $r_{asset,t}$ nhỏ hơn so với 5% các giá trị lợi suất thấp nhất, ngược lại $D(r_{asset,t\ q5}) = 0$. Tương tự đối với trường hợp các mức phân vị còn lại. Một số nghiên cứu thực hiện ở mức phân vị 10%, chẳng hạn Pasutasarayut và Chintrakarn (2012). Cần lưu ý rằng, mức phân vị càng nhỏ thể hiện mức biến động càng lớn. Mức biến động của thị trường có thể được phân thành: mức biến động trung bình (từ q10 đến q5), biến động lớn (q2,5) và biến động cực mạnh (q1).

Mô hình (1a) thể hiện mối quan hệ giữa vàng và chứng khoán (hoặc USD) tại thị trường Việt Nam qua hệ số phụ thuộc a, b_t và sai số e_t. Có thể thấy, với một giá trị $b_t < 0$, khi chứng khoán giảm giá hàm ý rằng giá vàng sẽ tăng.

Vai trò tài sản trú ẩn an toàn hay một công cụ rào chắn của vàng phụ thuộc vào hệ số b_t.

Trường hợp nếu các hệ số trong phương trình (1b) bao gồm cả hệ số c_0 là không dương thì vàng là một tài sản trú ẩn an toàn yếu. Nếu các hệ số là âm và có ý nghĩa thống kê thì vàng là một tài sản trú ẩn an toàn mạnh. Vàng được coi là công cụ rào chắn, nếu hệ số c_0 bằng 0 hoặc âm và tổng của các hệ số c_1, c_2, c_3 không cùng dương vượt quá giá trị của c_0. Ngoài ra, khi một trong số các hệ c_1, c_2 hoặc c_3 khác 0, mối quan hệ giữa vàng và chứng khoán (hoặc USD) là phi tuyến tính. Phương sai h_t và sai số e_t sẽ được ước tính thông qua mô hình GARCH(1,1). Mô hình áp dụng phương pháp ước lượng hợp lý cực đại (Maximum Likelihood).

4. Kết quả và thảo luận

Dữ liệu giá cổ phiếu được thu thập từ các Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu theo ngày của 16 mã cổ phiếu có khối lượng giao dịch lớn nhất thị trường trong thời gian từ ngày 1/1/2008 đến ngày 30/4/2016. Các mã cổ phiếu gồm: VNI, HNX, ACB, BVH, DPM, FPT, HPG, HT1, KBC, ITA, PPC, PVS, PVD, SSI, STB, VIC. Giá vàng là giá bán 1 lượng vàng SJC. Tỷ giá VND/USD là tỷ giá giao dịch bán ra đồng 50 USD. Các chuỗi lợi suất sẽ được tính logarit để phù hợp với các mô hình tài chính theo công thức: $r_i = \ln(P_t/P_{t-1})$ với P_t là giá tại thời điểm t. Kết quả kiểm định ADF test cho thấy các chuỗi dữ liệu lợi suất đều dừng. Nghiên cứu thể hiện một số dữ liệu chính tại Bảng 1.

Bảng 1. Kết quả phân tích thống kê

	VVN	HNX	VNI	USD
Mean	0,0004	-0,0007	-0,0002	0,0002
Std. Dev.	0,013	0,019	0,015	0,003
Skewness	-0,284	-0,134	-0,225	6,073
Kurtosis	125,137	5,411	4,142	217,910
Jarque-Bera	1.288.528	508	130	4.002.099
Prob.	0,000	0,000	0,000	0,000
Observations	2.073	2.073	2.073	2.073
ADF test	-39,6739	-39,0182	-35,3783	-38,4946
Prob.	0,000	0,000	0,000	0,000

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu thu thập.

Kết quả ước lượng mô hình được trình bày tại Bảng 2. Ba cột đầu thể hiện giả định sự phụ thuộc của vàng đối với từng biến VNI, HNX, USD. Phần bên phải thể hiện giả định sự phụ thuộc của vàng đối với danh mục gồm chứng khoán và USD.

Kết quả Bảng 2 cho thấy các hệ số c_0, c_1 đều có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Hệ số $c_0 > 0$ có nghĩa rằng trong điều kiện bình thường, vàng không đóng vai trò như một công cụ rào chắn cho cả chứng khoán và USD. Ngoài ra, mức ý nghĩa thống kê cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính giữa vàng, chứng khoán và USD. Do đó, việc sử dụng các mô hình hồi quy tuyến tính thông thường có thể sẽ không đạt được kết quả tốt. Hệ số c_0 dương, chứng tỏ mối quan hệ cùng chiều giữa thị trường chứng khoán và thị trường vàng. Kết quả này tương đồng với quan điểm của Nguyễn Minh Kiều và Nguyễn Văn Điệp (2013). Cũng như tại thị trường Trung Quốc, vàng luôn luôn không thể tự bảo hiểm chứng khoán cho các nhà đầu tư trong ngắn hạn [26].

Trái lại, hệ số $c1 < 0$ có ý nghĩa thống kê ở mức 5% thể hiện vàng là một tài sản trú ẩn an toàn mạnh cho các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán và thị trường ngoại tệ. Kết quả này phù hợp với kết quả của Do, Mcaleer và Sriboonchitta (2009); Gurgun và Unalmis (2014); Cinera, Gurdgievb và Lucey (2013); Trương Đông Lộc (2014). Điều này có ý nghĩa

rằng, mối quan hệ tương quan nghịch giữa vàng và chứng khoán, vàng và USD được thể hiện khi thị trường chứng khoán hoặc thị trường ngoại tệ giảm ở mức trung bình. Các nhà đầu tư nên nắm giữ vàng trong thời gian giảm giá của chứng khoán, do lợi nhuận từ vàng sẽ có chiều hướng tăng. Hệ số c2, c3 đều dương, hoặc không có ý nghĩa thống kê cho thấy, khi thị trường biến động mạnh hơn (mức phân vị 2,5% và 1%), vàng không đóng vai trò là một tài sản an toàn.

Một mở rộng mức phân vị 10% được trình bày tại Bảng 3. Kết quả này một lần nữa khẳng định chỉ trong điều kiện biến động trung bình (mức phân vị 10% và 5%), việc nắm giữ vàng sẽ đem lại lợi ích cho nhà đầu tư. Khi thị trường biến động mạnh (mức phân vị 2,5% và 1%), vai trò của vàng ít được thể hiện. Trong trường hợp này, có thể nhà đầu tư sẽ thực hiện bán tháo để giảm lỗ.

Trong Bảng 3, hệ số c_1, c_2, c_3, c_4 tương ứng với các $D_{(r_{stock\ q10})}$, $D_{(r_{stock\ q5})}$, $D_{(r_{stock\ q2,5})}$, $D_{(r_{stock\ q1})}$. Kết quả cho thấy vàng thể hiện công cụ rào chắn mạnh đối với cổ phiếu DPM, KBC, PVS và là một tài sản trú ẩn an toàn mạnh cho các cổ phiếu còn lại. Như vậy, việc nắm giữ vàng đều mang lại khả năng phòng chống rủi ro cho nhà đầu tư khi thị trường biến động giảm từ 5% đến 10%.

Tương tự đối với các tài sản riêng lẻ, đối với trường hợp danh mục gồm cổ phiếu và USD, vàng giữ vai trò tài sản trú ẩn an toàn trong điều kiện thị trường biến động ở phân vị 5%. Giá trị tiêu chuẩn thông tin AIC, SIC, HQ đối với trường hợp danh mục nhỏ hơn so với trường hợp chỉ bao gồm chứng khoán (hoặc USD) thể hiện mô hình ước lượng tốt hơn. Kết quả ước lượng đối với danh mục gồm cổ phiếu và USD được trình bày tại Bảng 4. Một lần nữa, kết quả này là bằng chứng cho thấy vàng bảo toàn danh mục tốt khi thị trường biến động ở mức trung bình. Trong các điều kiện biến động cực mạnh, kết quả phòng chống rủi ro chưa được thể hiện.

Bảng 2. Kết quả ước lượng hệ mô hình

	VNI		HNX		USD		VNI & USD		HNX & USD	
Hệ số	Giá trị	p-value	Giá trị	p-value	Giá trị	p-value	Giá trị	p-value	Giá trị	p-value
a	-0,001	0,00	-0,001	0,00	0,000	0,00	-0,001	0,00	-0,001	0,00
c_0	0,054	0,00	0,058	0,00	0,142	0,01	0,090	0,00	0,096	0,00
c_1	-0,160	0,00	-0,127	0,01	-1,284	0,00	-0,190	0,00	-0,139	0,00
c_2	-0,008	0,86	0,032	0,61	0,629	0,55	0,060	0,02	0,009	0,83
c_3	0,044	0,40	-0,077	0,09	0,971	0,33	0,000	1,00	-0,052	0,15
$c_{0'}$							0,155	0,02	0,122	0,09
$c_{1'}$							0,608	0,05	-0,700	0,14
$c_{2'}$							-1,281	0,08	0,111	0,91
$c_{3'}$							0,984	0,12	0,944	0,25
π	0,000	0,00	0,000	0,00	0.000	0,00	0,000	0,00	0,000	0,00
α	0,828	0,00	0,724	0,00	1.375	0,00	1,437	0,00	1,297	0,00
β	0,248	0,00	-0,002	0,00	0.264	0,00	0,280	0,00	0,294	0,00
LLK	6.485		6.473		6.487		6.675		6.701	
AIC	-6,249		-6,237		-6,250		-6,428		-6,454	
SIC	-6,227		-6,215		-6,226		-6,396		-6,421	
HQ	-6,241		-6,229		-6,241		-6,416		-6,442	

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu thu thập

Bảng 3. Kết quả ước lượng mở rộng mức phân vị 10%

		a	**c_0**	**c_1**	**c_2**	**c_3**	**c_4**	**π**	**α**	**β**
VNI	Coef.	**-0,001**	**0,066**	**-0,126**	-0,049	-0,003	0,050	0,000	0,861	0,243
	Prob.	0,00	0,00	0,00	0,20	0,94	0,33	0,00	0,00	0,00
HNX	Coef.	0,000	0,014	**0,283**	**-0,338**	0,027	**-0,079**	0,000	0,768	0,282
	Prob.	0,77	0,35	0,00	0,00	0,63	0,09	0,00	0,00	0,00
ACB	Coef.	-0,001	**0,054**	**-0,055**	-0,034	-0,041	-0,012	**0,000**	**0,806**	**0,245**
	Prob.	0,00	0,00	0,14	0,52	0,39	0,75	0,00	0,00	0,00
BVH	Coef.	0,000	**0,021**	**0,144**	**-0,182**	-0,032	0,064	**0,000**	**0,725**	**0,316**
	Prob.	0,56	0,00	0,00	0,00	0,32	0,04	0,00	0,00	0,00
DPM	Coef.	-0,001	**-0,043**	-0,023	-0,032	0,092	-0,019	**0,000**	**0,710**	-0,002
	Prob.	0,00	0,00	0,33	0,40	0,06	0,75	0,00	0,00	0,80
FPT	Coef.	-0,001	0,018	0,017	**-0,071**	0,011	-0,054	**0,000**	**0,788**	**0,237**
	Prob.	0,00	0,18	0,55	0,03	0,74	0,26	0,00	0,00	0,00
HPG	Coef.	**-0,001**	-0,004	**-0,051**	-0,041	0,012	0,018	**0,000**	**0,732**	-0,002
	Prob.	0,00	0,69	0,12	0,30	0,80	0,72	0,00	0,00	0,76
HT1	Coef.	**-0,001**	**0,047**	**-0,055**	**-0,041**	-0,005	0,192	**0,000**	**1,210**	**0,247**
	Prob.	0,00	0,00	0,00	0,10	0,89	0,00	0,00	0,00	0,00
KBC	Coef.	**-0,001**	**-0,015**	**-0,068**	0,037	-0,024	0,016	**0,000**	**0,908**	**0,223**
	Prob.	0,00	0,07	0,00	0,16	0,48	0,62	0,00	0,00	0,00
ITA	Coef.	0,000	**0,034**	**-0,047**	-0,036	0,005	0,062	**0,000**	**0,558**	-0,005
	Prob.	0,26	0,00	0,14	0,45	0,95	0,39	0,00	0,00	0,71
PPC	Coef.	**-0,001**	0,000	**-0,050**	-0,026	0,019	0,221	**0,000**	**0,855**	**0,236**
	Prob.	0,00	0,98	0,06	0,42	0,61	0,00	0,00	0,00	0,00
PVS	Coef.	**-0,001**	**-0,020**	0,003	-0,030	-0,019	0,045	**0,000**	**0,705**	-0,002
	Prob.	0,00	0,01	0,88	0,35	0,60	0,15	0,00	0,00	0,79
PVD	Coef.	**-0,001**	**0,089**	**-0,109**	0,000	-0,043	0,059	**0,000**	**1,319**	**0,375**
	Prob.	0,00	0,00	0,00	0,98	0,36	0,30	0,00	0,00	0,00
SSI	Coef.	**-0,001**	**0,118**	**-0,172**	0,021	0,048	-0,050	**0,000**	**1,235**	**0,340**
	Prob.	0,00	0,00	0,00	0,55	0,19	0,17	0,00	0,00	0,00
STB	Coef.	**-3,147**	**7,363**	**-1,878**	-1,110	-0,298	-0,443	**22,955**	**15,401**	**11,814**
	Prob.	0,00	0,00	0,06	0,27	0,77	0,66	0,00	0,00	0,00
VIC	Coef.	0,000	0,017	0,234	**-0,286**	0,039	-0,055	**0,000**	**0,659**	**0,353**
	Prob.	0,96	0,03	0,00	0,00	0,44	0,25	0,00	0,00	0,00

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu thu thập.

Bảng 4. Kết quả ước lượng đối với danh mục gồm cổ phiếu và USD

		a	c_0	c_1	c_2	c_3	c_0,	c_1,	c_2,	c_3,	π	α	β
ACB	Coef.	**-4,10**	**10,19**	**-2,73**	-0,66	**2,70**	**2,21**	**-1,71**	0,02	1,24	**40,66**	**28,63**	**19,88**
	Prob.	0,00	0,00	0,01	0,51	0,01	0,03	0,09	0,99	0,21	0,00	0,00	0,00
BVH	Coef.	**0,00**	**0,04**	**-0,04**	**-0,05**	**0,05**	**0,14**	**-1,21**	0,47	1,08	**0,00**	**1,24**	**0,29**
	Prob.	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02	0,02	0,00	0,62	0,24	0,00	0,00	0,00
DPM	Coef.	**0,00**	**-0,03**	-0,03	**0,07**	0,01	**0,13**	**-1,98**	1,48	0,83	**0,00**	**1,30**	**0,26**
	Prob.	0,08	0,00	0,23	0,03	0,78	0,02	0,00	0,13	0,36	0,00	0,00	0,00
FPT	Coef.	**0,00**	**0,04**	**-0,05**	0,01	0,01	**0,15**	**-1,57**	0,93	0,96	**0,00**	**1,33**	**0,28**
	Prob.	0,00	0,00	0,01	0,77	0,81	0,02	0,00	0,36	0,33	0,00	0,00	0,00
HPG	Coef.	**0,00**	0,00	**-0,08**	0,00	0,05	**0,12**	**-0,83**	0,22	0,95	**0,00**	**1,37**	**0,25**
	Prob.	0,00	0,94	0,00	0,94	0,28	0,07	0,05	0,82	0,27	0,00	0,00	0,00
HT1	Coef.	**0,00**	**0,02**	-0,01	-0,02	**0,17**	**0,14**	**-0,92**	-0,18	**1,37**	**0,00**	**1,75**	**0,44**
	Prob.	0,00	0,00	0,22	0,18	0,00	0,04	0,00	0,68	0,00	0,00	0,00	0,00
ITA	Coef.	**0,00**	**0,03**	**-0,12**	-0,01	**0,05**	0,18	**0,72**	-1,24	0,80	**0,00**	**1,41**	**0,27**
	Prob.	0,00	0,00	0,00	0,47	0,00	0,00	0,01	0,27	0,46	0,00	0,00	0,00
KBC	Coef.	**0,00**	**-0,02**	-0,02	-0,02	0,03	**0,12**	**-2,74**	**2,22**	0,86	**0,00**	**1,42**	**0,24**
	Prob.	0,05	0,00	0,20	0,43	0,22	0,10	0,00	0,01	0,30	0,00	0,00	0,00
PPC	Coef.	**0,00**	**-0,02**	**-0,03**	0,00	**0,27**	0,12	**-0,94**	0,52	0,76	**0,00**	**1,52**	**0,26**
	Prob.	0,05	0,00	0,05	0,84	0,00	0,07	0,01	0,59	0,40	0,00	0,00	0,00
PVD	Coef.	**0,00**	**0,01**	**-0,06**	-0,01	0,06	**0,16**	**-1,69**	1,06	0,93	**0,00**	**1,38**	**0,25**
	Prob.	0,00	0,18	0,00	0,77	0,19	0,01	0,00	0,31	0,35	0,00	0,00	0,00
PVS	Coef.	**0,00**	0,00	**-0,10**	**0,07**	0,03	0,12	-0,49	-0,02	0,86	**0,00**	**1,29**	**0,28**
	Prob.	0,00	0,60	0,00	0,00	0,41	0,11	0,25	0,98	0,40	0,00	0,00	0,00
SSI	Coef.	**0,00**	**0,05**	**-0,09**	**0,06**	0,04	**0,16**	**-1,00**	0,40	0,92	**0,00**	**1,33**	**0,28**
	Prob.	0,00	0,00	0,00	0,04	0,19	0,00	0,00	0,65	0,27	0,00	0,00	0,00
STB	Coef.	**0,00**	**0,06**	**-0,11**	-0,02	0,01	**0,13**	-0,73	0,09	0,97	**0,00**	**1,35**	**0,28**
	Prob.	0,00	0,00	0,00	0,57	0,71	0,03	0,11	0,91	0,20	0,00	0,00	0,00
VIC	Coef.	0,00	**0,09**	**-0,09**	0,01	0,06	0,04	0,05	-0,62	0,97	**0,00**	**1,60**	**0,35**
	Prob.	0,94	0,00	0,00	0,77	0,22	0,52	0,90	0,37	0,09	0,00	0,00	0,00

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên số liệu thu thập

5. Kết luận

Dựa trên mô hình nghiên cứu của Baur và Lucey (2010), Baur và McDermot (2010), nghiên cứu sử dụng dữ liệu theo ngày trong giai đoạn 2008-2016 để kiểm định vai trò của vàng là công cụ rào chắn rủi ro hay một tài sản trú ẩn an toàn cho các nhà đầu tư ở Việt Nam, từ đó đi đến một số kết luận:

(i) Kết quả nghiên cứu cho thấy vàng không là một công cụ rào chắn rủi ro cho chứng khoán và USD ở thị trường Việt Nam. Hệ số phụ thuộc dương có ý nghĩa thống kê cho thấy, trong điều kiện thị trường ổn định, nắm giữ vàng không có tác dụng phòng ngừa rủi ro cho nhà đầu tư. Mặc dù vậy, vai trò công cụ rào chắn mạnh của vàng có tác dụng đối với cá biệt một vài cổ phiếu, chẳng hạn DPM, KBC và PVS. Điều này có nghĩa khi nắm giữ hoặc đầu tư vào những cổ phiếu này, vàng vẫn có thể là lựa chọn cho một chiến lược đa dạng hóa danh mục.

(ii) Vàng là một tài sản trú ẩn an toàn mạnh đối với chỉ số thị trường VNI, các cổ phiếu có khối lượng giao dịch lớn, đồng USD và danh mục gồm cổ phiếu và USD. Điều này hàm ý rằng, việc nắm giữ vàng trong thời kỳ thị trường chứng khoán hoặc thị trường ngoại tệ giảm giá giúp nhà đầu tư thu được lợi nhuận.

(iii) Tuy nhiên, vai trò tài sản trú ẩn an toàn của vàng như đã nói ở trên chỉ thể hiện khi thị trường biến động ở mức trung bình (q10 và q5). Trong trường hợp điều kiện thị trường biến động cực mạnh (q1), vàng có quan hệ đồng biến với chứng khoán và USD. Nói cách khác, vàng không "cứu vãn" được gì cho nhà đầu tư. Điều này cũng giải thích cho hiện tượng đã được thực chứng trong nhiều giai đoạn khi thị trường chứng khoán Việt Nam giảm điểm rất mạnh thì giá vàng cũng giảm mạnh. Tương tự nghiên cứu của Ghazali, Lean và Bahari (2011), Pasutasarayut và Chintrakarn (2012) tại các nước khu vực Đông Nam Á, điều này ủng hộ quan điểm về vai trò tài sản trú ẩn an toàn của vàng tại thị trường các nước mới nổi của Baur và McDermott (2010). Trong trường hợp này, thay vì tìm kiếm một tài sản an toàn thay thế, nhà đầu tư có thể điều chỉnh danh mục đầu tư bằng cách rút khỏi thị trường mới nổi để đầu tư vào thị trường các nước phát triển.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu đã thể hiện cả mối quan hệ cùng chiều và ngược chiều có ý nghĩa thống kê giữa thị trường vàng, thị trường chứng khoán và thị trường ngoại tệ ở Việt Nam. Điều này góp phần bổ sung cho các nghiên cứu về Việt Nam trước đó: Do, Mcaleer và Sriboonchitta (2009); Gurgun và Unalmis (2014); Cinera, Gurdgievb và Lucey (2013); Trương Đông Lộc (2014); Nguyễn Minh Kiều và Nguyễn Văn Điệp (2013). Kết quả này một lần nữa bổ sung quan điểm vai trò tài sản trú ẩn an toàn yếu của vàng tại thị trường các nền kinh tế mới nổi. Mặc dù vậy, vai trò công cụ rào chắn mạnh được tìm thấy đối với cá biệt một vài cổ phiếu. Điều này mở ra một giả định về đặc tính đặc trưng của các cổ phiếu này. Rõ ràng, kết quả cho thấy trong điều kiện bình thường, vàng và chỉ số thị trường VNI có hệ số phụ thuộc dương, trong khi vàng và các cổ phiếu này có hệ số phụ thuộc âm có ý nghĩa thống kê, nên có thể đặt ra mối quan hệ nghịch biến (hay cổ phiếu có hệ số beta âm) đối với chỉ số thị trường.

Tài liệu tham khảo

[1] Moore, G.H., "Gold Prices and a Leading Index of Inflation", Challenge, 33 (1990) 4, 52-56.

[2] Tunali, H., "The analysis of relationships between macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Turkey using VAR model", International Research Journal of Finance and Economics, 57 (2010), 169-182.

[3] Mishra, P.K., Das, J.R. and Mishra, S.K., "Gold Price Volatility and Stock Market Returns in India", American Journal of Scientific Research, 7 (2010), 47-55.

[4] Nisha, N., "Impact of Macroeconomic Variables on Stock Returns: Evidence from Bombay Stock Exchange (BSE)", Journal of Investment and Management, 4 (2015) 5, 162-170.

[5] Kal, S.H., Arslaner, F. and Arslaner, N., "Gold, Stock Price, Interest Rate and Exchange Rate Dynamics: An MS VAR Approach", International Research Journal of Finance and Economics, 56406 (2013), 107, 8-16.

[6] Nair., G.K., Choudhary, N. and Purohit, H., "The Relationship between Gold Prices and Exchange Value of US Dollar in India", Emerging Markets Journal, 5 (2015) 1, 17-25.

[7] Arezki, R., Dumitrescu, E., Freytag, A. and Quintyn, M., "Commodity prices and exchange rate volatility: Lessons from South Africa's capital account liberalization", Emerging Markets Review, 19 (2014), 96-105.

[8] Omag, A., "An observation of the relationship between gold prices and selected financial variables in Turkey", The Journal of Accounting and Finance, 6 (2012), 195-206.

[9] Trương Đông Lộc, "Các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi giá của cổ phiếu: Các bằng chứng từ Sở Giao dịch Chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh", Tạp chí Khoa học - Đại học Cần Thơ, 33 (2014), 72-78.

[10] Nguyễn Minh Kiều và Nguyễn Văn Điệp, "Quan hệ giữa các biến kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, bằng chứng từ Việt Nam", Tạp chí Khoa học và Công nghệ, 16 (2013), 86-100.

[11] Lê Long Hậu, Lê Tấn Nghiêm và Trần Phương Hiền, "Mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán Việt Nam", Tạp chí Phát triển & Hội nhập, 28 (2016), 38.

[12] Baur, D.G. and Lucey, B.M., "Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold", The Financial Review, 45 (2010) 2, 217-229.

[13] Baur, D.G. and McDermott, T.K., "Is Gold a Safe Haven? International Evidence", Journal of Banking & Finance, 34 (2010), 1886-1898.

[14] Beckmann, J., Berger, T. and Czudaj, R., "Does Gold act as a hedge or a safe haven for Stocks? A smooth transition approach", Economic Modelling, 48 (2014), 16-24.

[15] Coudert, V. and Feingold, H.R., "Gold and financial assets: Are there any safe havens in

bear markets?", Economics Bulletin, 31 (2011) 2, 1613-1622.

[16] Mulyadi, M.S. and Anwar, Y., "Gold versus stock investment: An econometric analysis", International Journal of Development and Sustainability, 1 (2010) 1, 1-7.

[17] Pasutasarayut, P. and Chintrakarn, P., "Is Gold a Hedge or Safe Haven? A Case Study of Thailand", European Journal of Scientific Research, 74 (2012) 1, 90-95.

[18] Ghazali, M.F., Lean, H.H. and Bahari, Z., "Is gold a hedge or a safe haven? An empirical evidence of gold and stocks in Malaysia", International Journal of Business and Society, 14 (2011) 3, 428 - 443.

[19] Fahami, N.A., Haris, S. and Mutalib, H.A., "An Econometric Analysis between Commodities and Financial Variables: The Case of Southeast Asia Countries", International Journal of Business and Social Science, 5 (2014) 7, 216-223.

[20] Yang, L. and Hamori, S., "Gold prices and exchange rates: A time-varying copula analysis", Applied Financial Economics, 24 (2014) 1, 41-50.

[21] Cinera, C., Gurdgievb, C. and Lucey, B.M., "Hedges and safe havens: An examination of stocks, bonds, gold, oil and exchange rates", International Review of Financial Analysis, 29 (2013), 202- 211.

[22] Reboredo, J.C., "Is gold a safe haven or a hedge for the US dollar? Implications for risk management", Journal of Banking & Finance, 37 (2013) 8, 2665-2676.

[23] Huỳnh Thị Thúy Vy, "Vai trò của vàng đối với sự biến động Việt Nam Đồng: Tiếp cận theo hàm Copula", Tạp chí Công nghệ Ngân hàng, 144 (2015), 3-10.

[24] Gurgun, G. and Unalmis, I., "Is gold a safe haven against equitymarket investment in emerging and developing countries?", Finance Research Letters, 11 (2014) 4, 341-348.

[25] Do, G. Q., Mcaleer, M. and Sriboonchitta, S., "Effects of international gold market on stock exchange volatility: Evidence from Asean emerging stock markets", Economics Bulletin, 29 (2009) 2, 599- 610.

[26] Dee, J., Li, L. and Zheng, Z., "Is gold a hedge or a safe haven? Evidence from inflation and stock market", International Journal of Development and Sustainability, 2 (2013) 1, 12-27.

The Role of Gold as a Safe Haven in Vietnam

Le Trung Thanh[1], Nguyen Duc Khuong[2]

[1]*VNU, University of Economics and Business,*
144 Xuan Thuy Str., Cau Giay Dist., Hanoi, Vietnam
[2]*Thai Binh Province Department of Finance,*
142 Le Loi Str., Thai Binh, Vietnam

Abstract: This study is to test the role of gold as a hedge or a safe haven in Vietnam. Based on the model of Baur & McDermott (2010), Baur & Lucey (2010), this study is applied to those stocks with big shares outstanding, VND/USD exchange rates and a portfolio combining the two of them. The study results show gold acts as a strong safe haven for investors in either a stock market or a foreign exchange market in medium volatility. Investors in Vietnam can use gold as a hedging tool for portfolios.

Keywords: Stocks, VND/USD exchange rates, gold, hedge, safe haven.