

Nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách điều tiết thị trường bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện đối với thị trường vàng Việt Nam

Hồ Viết Tiến

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - hv tien@ueh.edu.vn

Đào Trần Phương Linh

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - phuonglinhdao@gmail.com

Ngày nhận: 12/12/2013
Ngày nhận lại: 17/02/2014
Ngày duyệt đăng: 05/03/2014
Mã số: 11-13-CF-01

Tóm tắt

Nghiên cứu này khảo sát ảnh hưởng của những chính sách điều tiết của nhà nước đối với thị trường vàng giai đoạn 2009-2013 tại VN, bao gồm những can thiệp gián tiếp thông qua các chính sách cũng như những can thiệp trực tiếp thông qua đấu thầu vàng. Phương pháp sử dụng chủ yếu là nghiên cứu sự kiện, được MacKinlay (1997) hoàn chỉnh. Kết quả cho thấy thị trường vàng không hiệu quả về mặt thông tin trong ngắn hạn: Thị trường phản ứng một cách rõ ràng với việc ban hành chính sách – giá tăng 2 ngày trước ngày ban hành chính sách và giảm vào ngày ban hành và 1 ngày sau đó. Làn sóng tăng, giảm giá khi đấu thầu ngắn hạn hơn và chủ yếu diễn ra trước phiên đấu thầu, ngày đấu thầu giá phản ứng một cách không rõ rệt. Chính sách can thiệp bằng đấu thầu không đạt được mục tiêu ban đầu: chênh lệch giá giữa giá VN và thế giới có xu hướng ngày càng tăng trong khi biến động chênh lệch giá (rủi ro) cũng tăng lên rõ rệt.

Abstract

This paper tries to elaborate influences of state regulatory policies on Vietnam gold market in 2009-2013, including indirect interventions by issuing policies to regulate the gold market or direct interventions by holding gold auctions. The main research method was event study standardized by MacKinlay (1997). The research findings show that the Vietnam gold market is not efficient in terms of EMH semi-strong form. The market reacted strongly to policies' issuing: the return rate was positive significantly on days -2 and -1 and it was negative significantly on days 0 and +1. During the gold auction periods, the price went up and down quickly and only on the days before auctions and became stable during the auction days. Besides, the state direct intervention in auctions has failed to achieve the initial objectives of the regulator: the difference in gold prices between Vietnam and the world markets tends to be bigger and the risk of price fluctuation goes up as well.

Từ khóa:

Nghiên cứu sự kiện, thị trường vàng, lý thuyết thị trường hiệu quả, can thiệp của Nhà nước.

Keywords:

Event study, gold market, Efficient Market Hypothesis, state intervention.

1. MỞ ĐẦU

Can thiệp của Chính phủ vào thị trường ngoại tệ và thị trường vàng hoàn toàn không mới và đã trở thành thông lệ tại nhiều nước trên thế giới. Tuy nhiên, can thiệp của Chính phủ vào thị trường vàng VN gần đây đặc biệt ở chỗ Chính phủ vừa can thiệp gián tiếp bằng cách đưa ra các chính sách siết chặt thị trường vàng đồng thời vừa can thiệp trực tiếp bằng cách tham gia cung một lượng lớn vàng tại các phiên đấu thầu vàng chính thức trong thời gian từ tháng 3/2013 đến 9/2013. Hiệu quả dài hạn và hiệu quả kinh tế của những chính sách này đối với thị trường vàng nói riêng và nền kinh tế nói chung có thể đã và đang được nhiều nghiên cứu đề cập. Bài viết này chỉ xem xét hiệu quả ngắn hạn của các can thiệp trên, nhất là về phương diện công bố thông tin, phương diện "lí thuyết thị trường hiệu quả". Vấn đề đặt ra là việc công bố các chính sách điều tiết thị trường vàng có ảnh hưởng gì đến thị trường? Và việc can thiệp trực tiếp vào cung vàng có thực sự làm cho thị trường cân bằng, bình ổn thị trường, làm giảm chênh lệch giá vàng trong nước với giá vàng thế giới?

2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Phương pháp nghiên cứu sự kiện

Phương pháp nghiên cứu sự kiện nằm trong lĩnh vực các phương pháp định giá tài sản, dựa trên nghiên cứu của Fama (Fama & cộng sự, 1969). Phương pháp nghiên cứu sự kiện có cơ sở là lí thuyết thị trường hiệu quả (EMH) và mô hình định giá vốn (CAPM), đã được Fama phát triển (Fama, 1991). Phương pháp này được thiết kế để nghiên cứu phản ứng của thị trường dưới ảnh hưởng của một loại thông tin nhất định hay nói cách khác là nghiên cứu suất sinh lợi bất thường của tài sản xoay quanh ngày sự kiện. Phương pháp nghiên cứu sự kiện đưa ra bằng chứng rõ ràng nhất về tính hiệu quả của thị trường (Fama, 1991). Phương pháp này đã được MacKinlay (1997) hệ thống hóa, chuẩn hóa, quy trình hóa lộ trình nghiên cứu thành 7 bước kinh điển.

Trong lộ trình 7 bước của MacKinlay (1997), lộ trình 7 bước này gồm: (1) Xác định sự kiện; (2) Lựa chọn công ty; (3) Xác định suất sinh lợi bình thường và bất thường; (4) Xác định cửa sổ ước lượng và cửa sổ sự kiện; (5) Quy trình kiểm định; (6) Kết quả thực nghiệm; và (7) Giải thích kết quả và kết luận.

Nghiên cứu sự kiện thay đổi chính sách có những đặc điểm riêng: (i) Thay đổi chính sách có thể trong một ngày cũng có thể kéo dài trong nhiều tháng, năm. (ii) Sự can thiệp của chính phủ có thể bằng 2 cách: Can thiệp gián tiếp bằng các chính sách điều tiết thị trường; và can thiệp trực tiếp thông qua cơ quan chính phủ như phát hành trái phiếu,

cung vàng, ngoại tệ ra thị trường... Do vậy, áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện cần phân biệt 2 ngày sự kiện: ngày công bố chính sách (ngày công bố sẽ đấu thầu vàng trong vài ngày tới) và ngày thực thi chính sách (ngày thực sự có phiên đấu thầu vàng); (iii) Thông tin về chính sách của chính phủ có thể bị “tiết lộ” một vài ngày hoặc nhiều ngày trước khi thực thi chính sách, hoặc nhiều chính sách để thực thi cần tham vấn nhiều bên và cần chuẩn bị về nguồn lực nên khi thực thi không còn mới, không còn mang tính chất “sự kiện”. Vì sự kiện có thể bị “lộ”, một phần “đã biết trước” nên các kiểm định ảnh hưởng của sự kiện đến giá tài sản sẽ bị giảm mức ý nghĩa. MacKinlay (1997, p.37) cho rằng trong trường hợp ngày sự kiện khó xác định hoặc đã phần nào đoán được trước, nghiên cứu sự kiện trở nên ít ý nghĩa; và (iv) Thông thường nhiều chính sách được công bố cùng lúc, nên trong một ngày sự kiện, giá tài sản bị ảnh hưởng đồng thời bởi nhiều chính sách, do vậy cần có mô hình định lượng thích hợp để tách và xác định ảnh hưởng của từng sự kiện.

Nghiên cứu sự kiện và thị trường vàng được Roache & Rossi (2009) sử dụng để phân tích sự tác động của các thông tin kinh tế vĩ mô lên giá cả hàng hóa bao gồm vàng, dầu thô, lúa mì, bắp, đồng, nhôm, USD v.v.. Kết quả nghiên cứu cho thấy vàng là hàng hóa duy nhất có giá biến động phản ứng lại với các thông tin kinh tế ở Mỹ và khu vực châu Âu (chẳng hạn thông báo về lãi suất) phù hợp với vai trò mang tính truyền thống của vàng là một loại tài sản “trú ẩn an toàn” (Safe-Haven) và “tích trữ giá trị” (Store of Value). Các loại hàng hóa khác ít nhạy cảm với thông tin hơn. Các nghiên cứu khác thường chú ý đến giá cổ phiếu của các công ty khai thác, kinh doanh vàng hơn là bản thân giá vàng.

2.2. Phương pháp nghiên cứu sự kiện ứng dụng vào thị trường vàng VN

Khi áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện của MacKinlay (1997), vấn đề là kiểm định xem suất sinh lợi bất thường trung bình (AAR) và suất sinh lợi bất thường trung bình tích lũy (CAR) có khác 0 một cách đáng kể hay không. Nói khác đi, giả thuyết của nghiên cứu sự kiện là:

$$H_0: AAR_t = 0$$

$$H_0: CAR_T = 0$$

Để có AAR cần tính toán được suất sinh lợi bất thường (AR), và AR được tính trên suất sinh lợi ngày sự kiện và suất sinh lợi ngày “bình thường” tham chiếu. Sau đây là các bước chính (**Bước 3,4,5**) trong lộ trình 7 bước của MacKinlay trong áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện vào thị trường vàng.

Bước 3: Xác định suất sinh lợi bình thường hay suất sinh lợi kì vọng (Normal Return) và suất sinh lợi bất thường (Abnormal Return), suất sinh lợi bất thường trung bình AAR và suất sinh lợi bất thường trung bình tích lũy CAR.

Đầu tiên suất sinh lợi kì vọng dùng để tham chiếu khi tính toán suất sinh lợi bất thường do sự kiện. Đối với thị trường chứng khoán, chỉ số thị trường thường được sử dụng để làm căn cứ tính suất sinh lợi kì vọng. Trên thị trường vàng, giá vàng thế giới làm đại lượng tham chiếu chuẩn để tính suất sinh lợi kì vọng của giá vàng VN với giả định giá vàng trong nước bị ảnh hưởng bởi giá vàng thế giới và giá vàng thế giới không bị ảnh hưởng bởi giá vàng tại VN.

Đo lường suất sinh lợi và suất sinh lợi bất thường của giá vàng VN và thế giới:

Suất sinh lợi của giá vàng VN và thế giới vào ngày t được tính bằng công thức:

$$R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} \quad (1)$$

Trong đó: R_t : Suất sinh lợi của giá bán đóng cửa vàng SJC ngày t

P_t : Giá bán đóng cửa vàng SJC ngày t

P_{t-1} : Giá bán đóng cửa vàng SJC ngày $t-1$

Suất sinh lợi bất thường AR_t của thị trường vàng VN được tính bằng chênh lệch giữa suất sinh lợi của thị trường VN ngày t và suất sinh lợi của thị trường thế giới ngày $t-1$.

$$AR_t = R_{VN(t)} - R_{W(t-1)} \quad (2)$$

Trong đó: AR_t (Abnormal Return): Suất sinh lợi bất thường giá vàng vào ngày t ;

$R_{VN(t)}$: Suất sinh lợi giá vàng VN ngày t ;

$R_{W(t-1)}$: Suất sinh lợi giá vàng thế giới ngày $t-1$.

Suất sinh lợi bất thường trung bình (AAR)

Suất sinh lợi bất thường trung bình (AAR_t) được tính bằng trung bình các suất sinh lợi bất thường của chuỗi sự kiện nghiên cứu vào ngày t , được tính bằng công thức sau:

$$AAR_t = \frac{\sum_{t=1}^N AR_t}{N} \quad (3)$$

Với N là số sự kiện nghiên cứu trong mẫu

Suất sinh lợi bất thường trung bình tích lũy (CAR)

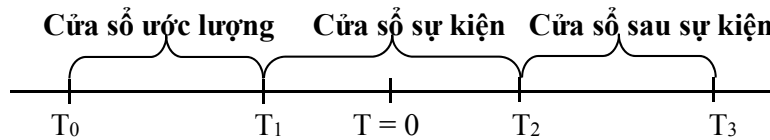
Suất sinh lợi bất thường trung bình tích lũy $CAR_{(K,L)}$ được tính bằng cách cộng dồn những phần suất sinh lợi bất thường trung bình trong giai đoạn tham chiếu từ ngày K đến ngày L theo công thức sau:

$$CAR_{(K,L)} = \sum_{t=L}^K AAR \quad (4)$$

Với K, L là thứ tự ngày nghiên cứu sự kiện

Bước 4: Xác định các cửa sổ ước lượng và cửa sổ sự kiện

Nghiên cứu sự kiện có thể được hình dung theo thứ tự thời gian như sau:



Xem ngày $T=0$ là ngày sự kiện tức là ngày công bố chính sách của Nhà nước hoặc ngày đấu thầu. Đối với sự kiện ban hành văn bản pháp luật của Nhà nước nhằm điều tiết thị trường vàng thì ngày ban hành văn bản chính là ngày sự kiện. Đối với trường hợp ban hành chính sách khác thì ngày công bố thông tin rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng được xem là ngày sự kiện. Tuy nhiên đối với sự kiện đấu thầu vàng thì ngày $T=0$ là ngày diễn ra phiên đấu thầu.

$(T_1 - T_2)$ là cửa sổ sự kiện, thời gian công bố thông tin (ở đây là 1 ngày, do vậy T_1 trùng với T_2); $(T_2 - T_3)$ là cửa sổ sau sự kiện dùng để nghiên cứu ảnh hưởng của sự kiện theo thời gian; gộp với cửa sổ sự kiện thành $(T_1 - T_3)$. Cửa sổ sự kiện $(T_1 - T_3)$ được tính từ ngày -2 đến ngày +2. Do thị trường vàng bị ảnh hưởng bởi rất nhiều nhân tố vĩ mô nên cửa sổ sự kiện cho công bố chính sách tương đối ngắn (5 ngày). Nếu mở rộng cửa sổ sự kiện, suất sinh lợi sẽ bị méo bởi các nhân tố khác như tỉ giá, lạm phát, biến động thị trường vàng thế giới. Đối với các sự kiện đấu thầu vàng, thời điểm thông báo đấu thầu vàng của NHNN dao động từ 1-2 ngày làm việc trước khi phiên đấu thầu, do vậy cũng sử dụng cửa sổ sự kiện $(T_1 - T_3)$ từ ngày -2 đến ngày +2 so với ngày diễn ra phiên đấu thầu ($T=0$). Trong những bài nghiên cứu sự kiện khác về thị trường cổ phiếu, cửa sổ sự kiện được thiết lập với khung thời gian dài hơn $[-15; +14]$ vì tần suất sự kiện giãn hơn sự kiện đấu thầu vàng. Có thời gian Nhà nước tiến hành đấu thầu vàng gần như liên tục, cách 2-3 ngày 1 phiên nên nếu mở rộng cửa sổ sự kiện thì dễ xảy ra sự chồng lấn giữa các sự kiện và không thấy rõ tác động của từng sự kiện.

Cửa sổ ước lượng ($T_0 - T_1$) được tính từ ngày -52 đến ngày -3 đại diện cho 50 phiên ngay trước cửa sổ sự kiện đầu tiên trong mẫu nghiên cứu và được áp dụng chung cho tất cả 100 sự kiện (40 sự kiện thể chế và 60 sự kiện đấu thầu). Vì cửa sổ ước lượng dùng để tính thông số tham chiếu (độ lệch chuẩn tham chiếu) trong trường hợp không có sự kiện, nên cửa sổ này khá xa sự kiện. Sự kiện đầu tiên trong mẫu nghiên cứu là ngày 11/11/2009, do vậy, cửa sổ tham chiếu sẽ gồm 50 phiên trước ngày này.

Bước 5: Quy trình kiểm định

Kiểm định mức ý nghĩa của suất sinh lợi bất thường trung bình AAR

Giả định rằng suất sinh lợi bất thường trung bình tuân theo quy luật phân phối chuẩn, giả thuyết H_0 là suất sinh lợi bất thường trung bình có xu hướng gần bằng 0.

$$H_0: AAR_t = 0$$

Thông kê t (t-statistics) được sử dụng để kiểm tra mức ý nghĩa bằng công thức:

$$t = AAR_t / S(AAR_t) \quad (5)$$

Trong đó $S(AAR_t)$ là ước lượng độ lệch chuẩn suất sinh lợi bất thường trung bình của giá vàng trước thời gian xảy ra sự kiện đầu tiên. Độ lệch chuẩn này được sử dụng chung để nghiên cứu 40 sự kiện chính sách của Nhà nước và 60 sự kiện đấu thầu vàng.

$$S(AAR_t) = \sqrt{\frac{\sum_{i=-52}^{-3} \left(\frac{\sum_{j=1}^{40} AR_{it}}{N} - AAR \right)^2}{50 - 1}} \quad (6)$$

Trong đó:

$$AAR = \frac{\sum_{i=-52}^{-3} \left(\frac{\sum_{j=1}^{40} AR_{it}}{40} \right)}{50} \quad (7)$$

AAR là suất sinh lợi bất thường trung bình từ ngày t_{-52} đến ngày t_{-3} , ở đây t_0 là 11/11/2009.

Kiểm định mức ý nghĩa của suất sinh lợi bất thường trung bình tích lũy – CAR

Để quan sát tác động của sự kiện theo thời gian, sử dụng phương pháp kiểm định suất sinh lợi bất thường trung bình tích lũy (CAR), với giả thuyết kiểm định:

$$H_0: CAR_T = 0$$

$$H_1: CAR_T \neq 0$$

Ở đây, hệ số t-student cũng được áp dụng để kiểm định, được tính như sau:

$$t = CAR_T / S(CAR_T) \quad (8)$$

Với $S(CAR_T)$ là độ lệch chuẩn của suất sinh lợi bất thường trung bình tích lũy trong thời gian T được tính bởi công thức:

$$S(CAR_T) = \sqrt{Tvar(AAR_t)} \quad (9)$$

Trong đó : T là số ngày để tính toán CAR từ K đến L; $Var(AAR_t)$ là phương sai của suất sinh lợi bất thường trung bình trong cửa sổ ước lượng.

2.3. Đo lường rủi ro biến động chênh lệch giá vàng VN và thế giới khi Nhà nước thực hiện đấu thầu vàng

Kiểm định mức độ chênh lệch giá vàng VN và giá thế giới trước và sau đấu thầu:

Mục tiêu của Nhà nước thông qua các phiên đấu thầu vàng là tăng cung để giảm giá trong nước từ đó giảm chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới. Như vậy giả thiết H_0 là chênh lệch giá không đổi hay giảm.

Phương pháp đo lường là tính giá trị trung bình và độ lệch chuẩn trong hai giai đoạn: giai đoạn trước khi có đấu thầu và giai đoạn diễn ra 60 phiên đấu thầu. Từ đó đưa ra kết quả so sánh và kiểm định giả thiết.

Thống kê cho thấy có tổng cộng 146 quan sát (X) trong suốt thời gian từ phiên đấu thầu vàng thứ nhất đến phiên đấu thầu thứ 60. Và do đó, để tiện cho việc nghiên cứu 2 tổng thể có cùng kích thước, cũng lấy 146 quan sát ngay trước thời gian diễn ra phiên đấu thầu vàng đầu tiên (28/3/2013) để làm mẫu tham chiếu (Y).

Giả thuyết được kiểm định như sau:

$$H_0: \mu_x - \mu_y = D_0 = 0$$

$$H_1: \mu_x - \mu_y \neq D_0 \neq 0$$

Hay: H_0 : Mức chênh lệch trung bình giữa giá vàng VN và giá thế giới = 0

H_1 : Mức chênh lệch trung bình giữa giá vàng VN và giá thế giới $\neq 0$

Giá trị kiểm định:

$$z = \frac{\bar{x} - \bar{y} - D_0}{\sqrt{\frac{\sigma_x^2}{n_x} + \frac{\sigma_y^2}{n_y}}} \quad (10)$$

Phương pháp đo lường mức độ biến động (rủi ro) chênh lệch giá vàng VN và thế giới

Ở đây kiểm định giả thuyết về sự bằng nhau giữa hai phương sai của tổng thể để đo lường mức độ rủi ro biến động chênh lệch giá vàng VN và thế giới khi có đấu thầu vàng diễn ra. Bài nghiên cứu đo lường ở 2 giai đoạn trước và trong thời gian diễn ra 60 sự kiện đấu thầu vàng miếng của NHNN theo 2 khung thời gian [-146;-1] và [0;145] với 0 là ngày diễn ra sự kiện phiên đấu thầu vàng miếng đầu tiên. Trong đó rủi ro được tính bằng độ lệch chuẩn suất sinh lợi thực tế mỗi ngày trong cả hai giai đoạn.

Giả thuyết:

H_0 : Phương sai trước và sau ngày 0 là như nhau;

H_1 : Phương sai trước và sau ngày 0 là khác nhau

$$F = \frac{s_x^2}{s_y^2} \quad (\text{Với giả thiết } s_x^2 > s_y^2) \quad (11)$$

Trong đó: s_x^2 là phương sai của suất sinh lợi thực tế giai đoạn từ ngày [0;145]

s_y^2 là phương sai của suất sinh lợi thực tế giai đoạn từ ngày [-146;-1]

3. DỮ LIỆU

3.1. Giá vàng VN và thế giới

Giá vàng VN lấy giá bán, giá đóng cửa, vàng SJC của Công ty vàng, bạc đá quý Sài Gòn, 6 ngày/tuần, từ thứ 2 đến thứ 7, không kể ngày nghỉ.

Giá vàng thế giới theo ngày được tập hợp từ năm 2009 từ Website của Hội đồng vàng thế giới (World Gold Council - WGC). Giá vàng thế giới lấy giá đóng cửa bằng USD của WGC. Vì thị trường vàng thế giới giao dịch 5 ngày/tuần nên giá thế giới ngày thứ 7 được coi như bằng giá đóng cửa ngày thứ 6, do vậy suất sinh lợi vàng thế giới ngày thứ 7 coi như bằng 0 (vì không giao dịch).

Ở đây lấy thị trường Mỹ và châu Âu làm chuẩn cho thị trường thế giới. Do chênh lệch múi giờ giữa VN với Mỹ là khoảng 12 giờ và với châu Âu 6-7 giờ nên suất sinh lợi của giá vàng thế giới ngày hôm trước (ngày t-1) sẽ được làm cơ sở tham chiếu để đo lường suất sinh lợi bất thường VN ngày hôm sau (ngày t). Như thế suất sinh lợi bất thường vàng VN thứ 2 sẽ bằng suất sinh lợi thực tế vàng VN thứ 2 trừ đi suất sinh lợi vàng thế giới ngày thứ 7 tuần trước (bằng 0).

Tỉ giá cập nhật từ Vietcombank. Khi cần thiết, giá vàng thế giới bằng USD tại WGC được quy đổi thành giá thế giới tại VN theo VND như sau:

Công thức quy đổi^[1]:

$$P_{W_{\text{quy đổi}}} = [(P_w + L + I) \times (1 + T) \times 1,20565 \times EX] + Pr \quad (12)$$

Trong đó:

$P_{W_{\text{quy đổi}}}$ là giá vàng quy đổi từ giá vàng thế giới (USD/ounce) sang giá vàng trong nước (VND/lượng).

P_w là giá vàng thế giới tính bằng USD/ounce

L: Phí vận chuyển (= 0,75 USD /ounce)

I: Phí bảo hiểm (= 0,25 USD /ounce)

T: Thuế nhập khẩu (1%)

EX: Tỷ giá VND/USD (theo ngân hàng Vietcombank)

Pr: Phí gia công (40.000 VND)

Ví dụ: Giá vàng thế giới ngày 2/1/2013 là 1.693,75 USD/ounce

Tỷ giá ngân hàng Vietcombank ngày 2/1/2013 là: 20.860 VND/USD

Như vậy giá vàng thế giới quy đổi sẽ là:

$$[(1.693,75 + 0,75 + 0,25) \times (1 + 1\%) \times 1,20565 \times 20.860] + 40.000 = 43.088,950 \text{ VND/lượng}$$

3.2. Dữ liệu biến động chính sách về thị trường vàng

Từ tháng 11/2009 đến tháng 9/2013 đã có 40 văn bản pháp quy điều tiết thị trường vàng, tập trung vào những nội dung sau:

Quy định về xuất nhập khẩu vàng của NHNN nhằm ổn định nguồn cung và bình ổn giá vàng: VN cho phép nhập khẩu vàng từ những năm 1990. Năm 1997, Nhà nước cấm nhập khẩu vàng, năm 2001 cho phép nhập khẩu trở lại. Năm 2008, VN trở thành một trong những nước đứng đầu về nhập khẩu vàng của thế giới, đã ảnh hưởng đến thâm hụt cán cân thương mại của VN, khiến Chính phủ phải cấm nhập khẩu vàng. Từ tháng 5/2008, NHNN xem xét ngừng cấp phép nhập khẩu vàng. Cho tới trước thời điểm dừng nhập khẩu vàng thì tổng giá trị nhập khẩu vàng năm 2008 là 1,7 tỉ USD (45 tấn), so với 1,6 tỉ USD (70 tấn) năm 2007^[2]. Ngày 11/11/2009, NHNN cho nhập khẩu vàng trở lại, để tạo liên thông giữa vàng trong nước và thế giới. Từ năm 2010 đến trước khi Nghị định 24/2012/NĐ-CP ngày 3/4/2012 ra đời, NHNN quản lý bằng cách cấp quota nhập khẩu vàng cho các doanh nghiệp trong nước với mục đích tránh thiếu hụt nguồn cung.

Quy định về thuế đối với vàng xuất nhập khẩu nhằm khuyến khích nhập khẩu, hạn chế xuất khẩu để ổn định nguồn cung, bình ổn giá vàng: Thông tư số 182/2010/TT-BTC ngày 12/11/2010 của Bộ Tài chính quy định thuế nhập khẩu vàng giảm từ 1% xuống 0% đối với mặt hàng vàng thuộc nhóm 7108 bao gồm vàng (kể cả vàng mạ bạch kim) chưa gia công hoặc ở dạng bán thành phẩm hoặc dạng bột, dạng khối, thỏi hoặc thanh đúc, dạng tiền tệ. Ngày 15/11/2010, Bộ Tài chính ban hành Thông tư số 184/2010/TT-BTC tăng thuế xuất khẩu vàng lên 10% đối với các loại vàng nguyên liệu thuộc nhóm 7108 kể trên.

Quản lý kinh doanh vàng nhằm ổn định thị trường, ngăn chặn sốt giá: Trước năm 2009, do thiếu khung pháp lý chặt chẽ và sự nở rộ của các sản phẩm vàng trong nước, giá vàng thường xuyên biến động. Năm 2009, Chính phủ đã ban hành văn bản số 369/TB-VPCP ngày 30/12/2009, theo đó đóng cửa các sản phẩm giao dịch vàng trong nước. Ngày 6/1/2010, NHNN ban hành Thông tư 01/2010/TT-NHNN quy định các tổ chức tín dụng và doanh nghiệp đang kinh doanh vàng trên tài khoản ở nước ngoài có trách nhiệm tất toán, đóng các tài khoản kinh doanh vàng ở nước ngoài trước ngày 30/3/2010. Ngày 29/4/2011, NHNN ban hành Thông tư số 11/2011/TT-NHNN quy định về việc chấm dứt huy động và cho vay bằng vàng của tổ chức tín dụng nhằm loại trừ rủi ro liên quan đến vàng trong hoạt động của các tổ chức tín dụng, đồng thời, xử lý triệt để hiện tượng “vàng hóa” các giao dịch thương mại. Ngày 3/4/2012, Chính phủ ban hành Nghị định 24/2012/NĐ-CP quy định Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng, xuất khẩu vàng nguyên liệu và nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng. Theo đó, NHNN là cơ quan thay mặt Chính phủ thống nhất quản lý các hoạt động kinh doanh vàng. Các tổ chức tín dụng phải dừng huy động vàng kể từ ngày 25/11/2012; người dân có vàng mang gửi ngân hàng giữ hộ sẽ phải trả phí; SJC được chọn làm thương hiệu độc quyền vàng quốc gia...

- *NHNN đấu thầu vàng miếng nhằm bình ổn giá vàng, giảm khoảng cách giữa giá vàng VN và thế giới:* Từ 28/3/2013 đến 19/09/2013, NHNN đã thực hiện 60 phiên đấu thầu, mỗi phiên 26.000 lượng hoặc 40.000 lượng, tổng cộng đã có 1.682.000 lượng được đấu thầu thành công trong thời gian đó, tương đương gần 65 tấn. Mặc dù thời hạn tất toán trạng thái vàng của các ngân hàng thương mại là ngày 30/6/2013 đã qua nhưng nhu cầu vàng trên thị trường vẫn còn, vì vậy, vẫn tiếp tục đấu thầu vàng sau tháng 9/2013.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. AAR và CAR đối với các sự kiện công bố chính sách điều tiết vàng

Bảng 1. AAR đối với 40 sự kiện công bố chính sách

Ngày sự kiện (t)	(t ₋₂)	(t ₋₁)	(t ₀)	(t ₊₁)	(t ₊₂)
AAR	0,262%	0,380%	-0,357%	-0,569%	0,084%
CAR[-2;2]					-0,200%
t-stat	4,23***	6,13***	-5,76***	-9,17***	1,35

Nguồn: Giá từ WGC và SJC, tính toán của tác giả

Bảng 2. CAR 2 ngày đối với 40 sự kiện công bố chính sách

Khung thời gian	[t ₋₂ ;t ₋₁]	[t ₋₁ ;t ₀]	[t ₀ ;t ₊₁]	[t ₊₁ ;t ₊₂]
CAR	0,642%	0,023%	-0,926%	-0,485%
t-stat	7,32***	0,26	-10,56***	-5,53***

Nguồn: Giá từ WGC và SJC, tính toán của tác giả

Bảng 1 và 2 cho thấy giá có xu hướng tăng đáng kể trước khi công bố thông tin. Giá tăng đến 0,64% trong 2 ngày trước khi công bố thông tin. Ngược lại giá giảm đáng kể vào ngày công bố thông tin và ngày sau đó. Chỉ tính 2 ngày kể từ ngày công bố thông tin, giá giảm 0,93%. Kiểm định thống kê cho thấy 2 lần sóng tăng, giảm này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Ngày t+2, giá vàng trở lại bình lặng, tăng 0,08%, chưa đủ lớn về mặt thống kê. Như vậy, có thể nói thị trường vàng VN không hiệu quả về mặt thông tin ở mức độ trung bình trong khoảng thời gian từ ngày -2 đến ngày +1 của các sự kiện.

Điều này cho thấy có sự bất cân xứng thông tin trên thị trường. Thứ nhất, một số người tham gia thị trường đã có được thông tin về chính sách và thực hiện mua vào trước khi chính sách được ban ra và bán ra khi chính sách đã ban ra. Nói khác đi, ít nhiều có sự rò rỉ thông tin về các chính sách được ban ra. Hưởng lợi trên thị trường có thể là những người tham gia hoạch định chính sách hoặc người liên quan đến họ. Rò rỉ thông tin chính sách có khi trở nên hiển nhiên bởi chính sách không phải do 1 người ban hành. Trước khi ban hành chính sách, có thể có nhiều bản dự thảo và phải qua nhiều cửa, được nhiều người tham vấn. Thứ hai, mức giảm suất sinh lợi sau ban hành cao hơn mức tăng trước khi ban hành là do hầu hết các chính sách ban hành trong thời gian này là thắt chặt

hơn thị trường vàng nên nhà đầu tư lo ngại sẽ khó mua bán vàng hơn, do vậy họ bán ra, thanh toán bớt hoặc thậm chí tất toán vị thế vàng.

Thị trường chỉ tạo ra một sóng nhỏ trong thời điểm ban hành chính sách, bởi vì tổng cộng 5 ngày xung quanh ngày ban hành, suất sinh lợi bất thường trung bình tích lũy CAR[-2;+2] chỉ ở mức -0,200%, một khác biệt chưa đủ lớn về mặt thống kê.

4.2. AAR và CAR đối với các sự kiện đấu thầu vàng

Bảng 3. AAR đối với 60 sự kiện đấu thầu vàng

Ngày sự kiện (t)	(t-2)	(t-1)	(t ₀)	(t+1)	(t+2)
AAR	0,201%	-0,238%	0,067%	0,183%	-0,027%
CAR[-2;+2]					+0,186%
t-stat	3,24***	-3,84***	1,08	2,95***	-0,44

Nguồn: Giá từ WGC và SJC, tính toán của tác giả

Bảng 4. CAR 2 ngày đối với 60 sự kiện đấu thầu vàng

Khung thời gian	[t-2;t-1]	[t-1;t ₀]	[t ₀ ;t+1]	[t+1;t+2]
CAR	-0,037%	-0,171%	0,250%	0,156%
t-stat	-0,42	-1,94	2,84***	1,77

Nguồn: Giá từ WGC và SJC, tính toán của tác giả

Trong đấu thầu vàng, ngày đấu thầu được coi là ngày sự kiện, ngày công bố đấu thầu thường trước đó 1-2 ngày làm việc. Vì thế, hành vi ứng xử của nhà đầu tư chủ yếu diễn ra vào 1-2 ngày trước sự kiện đấu thầu. Giá tăng đáng kể vào ngày -2 và giảm đáng kể vào ngày -1. Việc tăng giảm này có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Điểm khác biệt là suất sinh lợi ngày đấu thầu dường như không khác biệt với zero ở mức đáng kể.

Về xu hướng dài hạn hơn, chỉ có khung thời gian 2 ngày [0;+1] là có xu hướng tăng rõ nét. Trong 2 ngày này giá tăng khoảng 0,25%, mức tăng có ý nghĩa thống kê. Sau 5 ngày xung quanh sự kiện, giá tăng khoảng 0,186%, không đủ lớn về mặt thống kê.

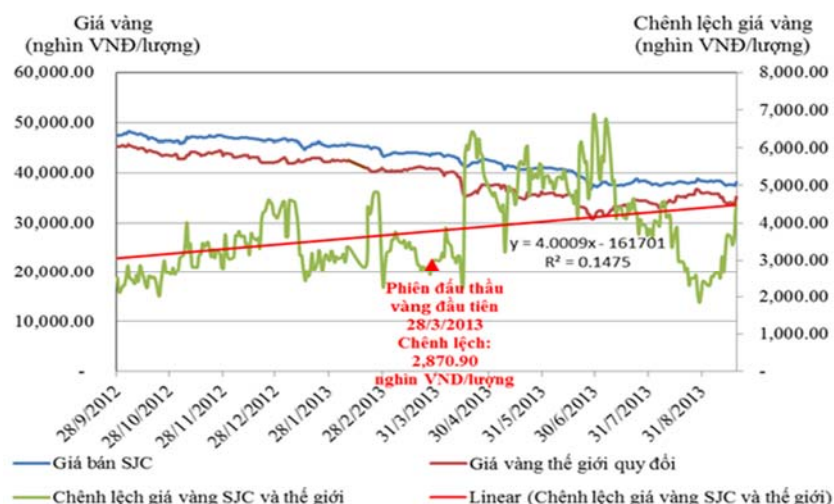
Như vậy, nhìn chung tác động của sự kiện tổ chức đấu thầu vàng của NHNN chỉ mang lại kết quả làm giảm giá vàng trong thời gian một ngày trước khi phiên đấu thầu diễn ra. Điều này chứng tỏ những người tham gia thị trường vàng đã tăng cường bán vàng trước ngày đấu thầu để phòng tránh một đợt sụt giảm giá vàng khi một lượng lớn

vàng được Nhà nước bơm vào thị trường. Vào ngày -2, giá vàng tăng cho thấy xu hướng người tham gia thị trường gia tăng mua vàng để sau đó bán gần sát ngày đấu thầu nhằm hưởng lợi từ kinh doanh chênh lệch. Xu hướng mua bán vàng ngày đấu thầu không thể hiện rõ, cho thấy có thể thị trường khá minh bạch vào ngày đấu thầu, hoặc nhà đầu tư có xu hướng chờ thời, không có hành vi rõ ràng. Giá vàng tiếp tục tăng trở lại ngày +1 thể hiện một lực cầu vẫn còn lớn.

Có thể kết luận về tính không hiệu quả bậc trung bình, ngắn hạn của thị trường xoay quanh ngày công bố sự kiện. Một bộ phận nhà đầu tư lợi dụng những bất cân xứng thông tin để kiếm lợi. Và điều này cũng lí giải vì sao cho đến tháng 9/2013, qua 60 phiên đấu thầu vàng mà giá vàng tuy giảm nhưng không đáng kể so với mức giảm của giá thế giới khiến chênh lệch giữa giá trong nước và thế giới thậm chí có xu hướng tăng lên.

4.3. Chênh lệch giá vàng VN và thế giới trước và sau khi nhà nước trực tiếp đấu thầu

Để cho thấy tác dụng của việc đấu thầu, đem so sánh sự chênh lệch giá vàng giữa VN và thế giới trước và sau ngày đấu thầu đầu tiên (28/03/2013). Sau ngày này có 146 phiên [0;145] giao dịch (6 tháng) nên cũng lấy 146 phiên trước ngày 28/03/2013 để đối chiếu [-146;-1], tương đương với 6 tháng trước đấu thầu. Kết quả thể hiện Hình 1, trong đó giá vàng và giá vàng quy đổi theo trục tung trái, chênh lệch giá theo trục tung phải.



Hình 1. Chênh lệch giá vàng VN và thế giới trước và sau khi nhà nước trực tiếp đấu thầu

Bảng 5. Chênh lệch giá vàng VN và thế giới trước và sau đấu thầu

	Giai đoạn trước đấu thầu [-146;-1]	Giai đoạn đấu thầu [0;+145]
Trung bình chênh lệch	3.231,06	4.308,85
Độ lệch chuẩn	635,99	1.183,52
Kiểm định trung bình (z)		9,759***
Kiểm định phương sai (F)		3,463***

Nguồn: Giá từ WGC và SJC, tính toán của tác giả

Kết quả hoàn toàn ngược với kì vọng của các cơ quan hoạch định và thực thi chính sách. Nếu các cơ quan này mong muốn với việc đấu thầu, giá vàng VN sẽ tiệm cận với giá thế giới thì tình hình có vẻ ngược lại. Trước đấu thầu, chênh lệch giá trung bình giữa VN và thế giới là 3.231.060 đồng/lượng, sau khi tổ chức đấu thầu 60 phiên, mức chênh lệch trung bình này tăng lên 4.308.850 đồng/lượng. Mức khác biệt này có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ($z=9,76$). Điều này cũng cho thấy mục tiêu của Chính phủ trong việc đưa giá vàng trong nước tiến đến gần sát với giá thế giới chưa thực hiện được. Nói khác đi, việc can thiệp trực tiếp vào thị trường vàng bằng biện pháp đấu thầu có thể dẫn đến những tác động nghịch chiều và những hệ lụy không mong muốn. Tuy nhiên, nếu mỗi lượng chênh lệch 4,3 triệu, với 65 tấn vàng cung ra thị trường, có thể thấy Nhà nước đã nhận được một khoản thu rất lớn. Nếu vẫn còn thu được từ đấu thầu thì Nhà nước còn đấu thầu.

Cơ quan hoạch định và thực thi chính sách kì vọng với việc đấu thầu, giá vàng trở nên “bình ổn”, nghĩa là ít biến động. Tuy nhiên thực tế diễn ra ngược lại. Mức biến động chênh lệch giá giữa VN và thế giới trước đấu thầu có độ lệch chuẩn là 635.990 đồng/lượng, từ khi đấu thầu tăng lên 1.183.520 đồng/lượng. Kiểm định F cho thấy rủi ro biến động chênh lệch giá này khác biệt ở mức ý nghĩa 1% ($F=3,46$).

Nói tóm lại đấu thầu làm cho chênh lệch giá tăng lên và rủi ro biến động chênh lệch giá cũng tăng lên.

Sở dĩ rủi ro gia tăng như vậy là do chính sách độc quyền nhập khẩu của Nhà nước đã cô lập thị trường vàng VN, không liên thông được với thị trường thế giới. Thanh khoản của thị trường vàng VN giảm đáng kể với chính sách đóng cửa. Thanh khoản giảm làm tăng rủi ro là đương nhiên. Mặt khác, lượng vàng mà Nhà nước cung ra thị trường qua đấu thầu vẫn chưa đủ thoả mãn cầu trên thị trường. Theo thống kê của Hội đồng vàng

thế giới, tổng nhu cầu vàng VN ước tính cho toàn năm 2013 vào khoảng 77,4 tấn^[3] trong khi tổng lượng cung vàng thông qua đấu thầu trong thời gian qua chỉ khoảng hơn 60 tấn. Mất cân đối cung – cầu là một thực tế.

5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Phương pháp nghiên cứu sự kiện cho thấy thị trường vàng VN nói chung không hiệu quả bậc trung bình và trong ngắn hạn. Giá vàng tăng đáng kể trước khi công bố chính sách điều tiết $[-2; -1]$ và giảm đáng kể khi chính sách được công bố $[0; +1]$. Điều này cho thấy có xu hướng tăng cường mua vàng trước khi thông tin về chính sách được ban hành và sau đó là khuynh hướng đổ xô đi bán vàng của những người tham gia thị trường. Nói khác đi, có hiện tượng “rò rỉ” thông tin, tạo điều kiện cho một số người trục lợi.

Làn sóng phản ứng của giá vàng với chính sách đấu thầu diễn ra ngắn hơn và rõ ràng hơn vào những ngày trước khi đấu thầu: giá tăng ngày -2 và giảm ngày -1, là những ngày công bố sẽ tổ chức đấu thầu. Điều này cho thấy sự bất cân xứng thông tin, thị trường không hiệu quả mỗi khi có sự kiện Nhà nước tổ chức đấu thầu vàng.

Thị trường phản ứng tiêu cực và ngược với mục tiêu của những nhà hoạch định và thực thi chính sách: giá trong nước không theo sát giá thế giới như kì vọng mà khoảng cách ngày càng rộng ra; rủi ro biến động giá không những không giảm mà còn tăng lên, thị trường không bình ổn mà biến động hơn. Chênh lệch giá vàng trong nước và quốc tế cho thấy mức độ đóng cửa của thị trường vàng ngày càng tăng lên, Nhà nước can thiệp ngày càng sâu vào thị trường.

Từ 3 kết quả trên gợi ý các chính sách: *Thứ nhất*, nếu thị trường cho thấy tính bất cân xứng thông tin, rò rỉ thông tin chính sách trước khi ban hành thì cần xem lại chính sách công bố thông tin của Nhà nước – hoặc là cần giữ bí mật thông tin trước khi ban hành chính sách, hoặc là cần thông tin đầy đủ, chính xác, một cách công bằng các thông tin đến các bên tham gia thị trường. *Thứ hai*, đóng cửa thị trường làm cho chênh lệch giá và biến động giá vàng trong nước tăng lên, do vậy cần tính đến việc mở cửa thị trường, nới lỏng các quy định xuất nhập khẩu vàng và nới lỏng các bên tham gia thị trường vàng. *Thứ ba*, phân tích trên cho thấy tác dụng ngược của việc Nhà nước trực tiếp can thiệp vào thị trường vàng với tư cách là một bên tham gia đấu thầu (bên cung) – Nhà nước càng mong muốn chênh lệch giá giữa Việt Nam và thế giới giảm thì thực tế chênh lệch này càng tăng, Nhà nước càng muốn thị trường bớt biến động thì biến động này càng tăng. Do đó, Nhà nước nên giảm bớt can thiệp trực tiếp vào thị trường vàng, thay vào đó là can thiệp gián tiếp thông qua chính sách điều tiết, hạn chế hoặc khuyến khích các bên

tham gia thị trường. Thứ tư, các chính sách điều tiết thị trường vàng có tác dụng trong thời gian nhất định, bối cảnh kinh tế nhất định. Khi bối cảnh thay đổi, cần xem lại các chính sách đang áp dụng. Trong số 40 chính sách về vàng kể trên, rất nhiều văn bản đã đến lúc cần được thay đổi.

Nghiên cứu này chỉ mới nghiên cứu tính hiệu quả của thị trường vàng về phương diện thông tin và trong ngắn hạn. Hoàn toàn có thể phát triển và mở rộng nghiên cứu nếu tính đến các nhân tố ảnh hưởng, quyết định biến động giá vàng, nhất là những nhân tố vĩ mô, thị trường vàng thế giới cũng như nghiên cứu hành vi ứng xử của những nhà đầu tư và đầu cơ vàng trong một thị trường bị điều tiết chặt chẽ và nhiều ràng buộc. Thêm nữa, cũng có thể nghiên cứu ai đã được hưởng lợi từ bất cân xứng thông tin trên thị trường vàng, ai đã được hưởng lợi và ai bị thiệt từ can thiệp trực tiếp của Nhà nước vào thị trường, ai được lợi và ai bị thiệt do chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới ngày càng tăng■

Ghi chú

- [1] Tính toán giá vàng thế giới quy đổi dựa theo công thức của benthanhgold.vn.
- [2] <http://tinnhanhchungkhoan.vn/charts/noidung.php?nid=17038>, *Tổng quan thị trường vàng trong năm 2008*, ngày 31/12/2008.
- [3] <http://kinhdoanh.vnexpress.net/tin-tuc/quoc-te/nhu-cau-vang-viet-nam-tang-cao-trong-quy-ii-2865553.html>, ngày 15/08/2013.

Tài liệu tham khảo

- Allen, P.R. & W.J. Wilhelm (1988), "The Impact of the 1980 Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act on Market Value and Risk: Evidence from the Capital Markets", *Journal of Money, Credit, and Banking* 20, pp. 364-380.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo & A. Craig MacKinlay, (1997), "The Econometrics of Financial Markets", *Princeton University Press*, Princeton, New Jersey, USA, pp.82-98.
- Carroll, K.A. & D.J. Lamdin(1993), "Measuring Market Response to Regulation of the Cable Tvindustry", *Journal of Regulatory Economics* 5, pp. 385-399.
- Fama, E., L. Fisher, M. Jensen, & R. Roll (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economics Review* 10, pp. 1-21.
- Fama, Eugene (1991), "Efficient Capital Markets: II", *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 5, December 1991, p. 1577.
- Lamdin, Douglas J. (2000), *Implementing and Interpreting Event Studies of Regulatory Changes*, at http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=234851, truy cập 31/10/2013.

- MacKinlay, A. Craig, (1997), "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1. (Mar., 1997), pp. 13-39.
- Mitchell, M.L. & J.H. Mulherin. (1988), "Finessing the Political System: The Cigarette Advertising Ban", *Southern Economic Journal*, 54, pp. 855-862.
- Prager, R.A. (1992), "The Effects of Deregulating Cable Television: Evidence from the Financial Markets", *Journal of Regulatory Economics*, 4, pp. 347-363.
- Roache, Shaun K. & Marco Rossi, (2009), *The Effects of Economic News on Commodity Prices: Is Gold Just another Commodity?*, International Monetary Fund, WP/09/140.
- The Economic Sciences Prize Committee of the Royal Swedish Academy of Sciences, (2013), *Scientific Background on the Prize in Economic Sciences: Understanding Asset Prices*, http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economicsciences/laureates/2013/advanced-economicsciences2013.pdf, truy cập 3/11/2013.
- Website:
- <http://benthanhgold.vn/truy cập 9/2013>.
- <http://www.gold.org/truy cập 9/2013>.
- <http://sjc.com.vn/truy cập 9/2013>.