
TÁC ĐỘNG CỦA CÁC YẾU TỐ CƠ HỘI DẪN ĐẾN HÀNH VI GIAN LẬN CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Thị Bích Thủy

Trường Đại học Vinh

Email: bichthuytcnhdhv@gmail.com

Nguyễn Hữu Tài

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: tainh54@gmail.com

Ngày nhận: 19/9/2020

Ngày nhận bản sửa: 10/10/2020

Ngày duyệt đăng: 05/11/2020

Tóm tắt:

Để đánh giá các yếu tố cơ hội dẫn đến hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các tác giả thực hiện phương pháp điều tra khảo sát thu thập ý kiến của 568 chuyên gia. Tác giả sử dụng phương pháp phân tích nhân tố khám phá và mô hình hồi quy, xác định được thứ tự tác động của các yếu tố cơ hội dẫn đến hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán Việt Nam bao gồm: (1) Nhóm yếu tố “Cơ hội do người nội bộ và tổ chức phát hành”; (2) Nhóm yếu tố “Cơ hội do quản lý, giám sát thị trường”; (3) Nhóm yếu tố “Cơ hội do nhà đầu tư”. Do đó, các tổ chức phát hành cần có quy chế quản lý và xử lý thông tin nội bộ, giám sát hành vi gian lận. Cơ quan quản lý nhà nước cần quy định rõ trách nhiệm của tổ chức phát hành và công ty chứng khoán đối với các hành vi gian lận, tăng cường bồi dưỡng nâng cao năng lực nhận biết và phòng ngừa các hành vi gian lận cho các nhà đầu tư.

Từ khóa: Hành vi gian lận, giao dịch nội gián, thao túng giá, yếu tố cơ hội.

Mã JEL: B26

The impact of opportunity factors leading to fraudulent behavior on Vietnam Stock Exchange

Abstract:

To evaluate the opportunistic factors leading to fraud on Vietnam stock market, we conducted survey to collect 568 experts' opinions. We use the exploratory factor analysis method and the regression model to determine the level of impact of the opportunistic factors leading to fraud on Vietnam stock market, including: (i) The group of factors of “Opportunities by insiders and issuers”; (ii) The group of factors of “Opportunities by market management and supervision”; (iii) The group of factors of “Opportunities by Investors”. Therefore, the issuers need to have regulations on management and internal information processing, and to monitor fraud. The state management agency should clearly define the responsibilities of the issuer and the securities company for the fraudulent acts, strengthen training to improve the capacity of investors to recognize and prevent frauds.

Keywords: Fraudulent behavior, insider trading, price manipulation, opportunity factors.

JEL Code: B26.

1. Đặt vấn đề

Trường hợp thao túng thị trường chứng khoán lần đầu tiên được ghi nhận là vụ bê bối Tulip Bulb năm 1636 tại Hà Lan. Số vụ gian lận đã gia tăng hơn trong thế kỷ 17 và 18, đặc biệt trong các cuộc khủng hoảng kinh tế. Chừng nào các cơ hội kiếm lời còn tồn tại, gian lận có thể sẽ tiếp tục (Rezaee & Riley, 2010). Gian lận trên thị trường chứng khoán gây nhiều hậu quả tiêu cực bao gồm ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu của công ty, tạo ra thiệt hại cho cổ đông, nhân viên, người bán hàng và khách hàng, kết quả là làm giảm

khả năng tăng vốn cho công ty (Rezaee & Riley, 2010; Murphy & Tibbs, 2010). Gian lận không chỉ gây ra thiệt hại về kinh tế trực tiếp, nó còn dẫn đến các phát sinh chi phí kiện tụng, phí bảo hiểm, suy giảm niềm tin và làm méo mó thị trường đầu tư (Rezaee & cộng sự, 2004). Mặc dù có nhiều phương pháp, chỉ số dự báo nhưng gian lận vẫn khó được phát hiện (Seo & cộng sự, 2009). Như Rezaee & cộng sự (2004) tuyên bố, không chỉ các nhà nghiên cứu mà các nhà quản lý cũng có một nhiệm vụ quan trọng hơn là ngăn ngừa gian lận xảy ra, do đó, cần phải phân tích các lý do cho sự xuất hiện của nó và các kỹ thuật có thể thực hiện. Một trong những yếu tố quan trọng là phân tích các cơ hội, các lỗ hổng cho hành vi gian lận có thể thực hiện. Lý thuyết tam giác gian lận thường được sử dụng để xác định yếu tố này.

Tại Việt Nam, từ khi chính thức đi vào hoạt động đến nay, các hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán cũng ngày một tinh vi, phức tạp. Mặc dù các văn bản pháp lý ngày càng chặt chẽ, các biện pháp thanh tra, kiểm tra được triển khai rộng rãi, đặc biệt là việc áp dụng bộ luật hình sự đối với tội phạm trong lĩnh vực chứng khoán, song các gian lận vẫn tiếp tục gia tăng về số lượng và mức độ nghiêm trọng. Ngoài các vụ vi phạm đã được phát hiện và xử lý, trên thực tế còn rất nhiều vi phạm không đủ bằng chứng để xử phạt. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước từng chuyển cơ quan công an 3 vụ điều tra và bị trả về đủ dấu hiệu giao dịch nội gián là rõ ràng nhưng chứng cứ lại không đủ, đặc biệt hoạt động thao túng thị trường, giao dịch nội gián diễn ra khá phổ biến nhưng không đủ chế tài chặt chẽ nên thường được thể hiện dưới vi phạm về công bố thông tin. Vì vậy, việc nghiên cứu các yếu tố cơ hội dẫn đến hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán là cần thiết để các cơ quan quản lý đưa ra các giải pháp phòng ngừa và hạn chế các hành vi gian lận. Ưu tiên hàng đầu cho cơ quan quản lý là có những biện pháp phòng ngừa gian lận thay vì phản ứng và giải quyết hậu quả sau gian lận. Trong nghiên cứu này, các tác giả tập trung vào các hành vi gian lận gồm thao túng giá, giao dịch nội gián, tạo dựng/công bố thông tin sai lệch. Lý thuyết tam giác gian lận được sử dụng để chỉ rõ các yếu tố cơ hội dẫn đến hành vi gian lận của các nhà đầu tư, từ đó đề xuất các giải pháp giúp tăng cường quản lý đối với các hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Lý thuyết nghiên cứu

Lý thuyết thị trường hiệu quả, lý thuyết tài chính hành vi, lý thuyết tam giác gian lận đã được sử dụng làm cơ sở lý thuyết cho nghiên cứu. Trong đó, lý thuyết tam giác gian lận của Cressey (1953) đã được thế giới ứng dụng rộng rãi trong nghiên cứu gian lận hơn 70 năm qua, đặc biệt trong lĩnh vực nghiên cứu gian lận về tài chính. Luận điểm chính của lý thuyết này là gian lận chỉ xảy ra khi có mặt cả ba yếu tố: áp lực, cơ hội và biện minh. Do đó, chỉ cần ngăn ngừa một trong ba yếu tố nói trên thì gian lận không thể được thực hiện.

Nghiên cứu này tập trung làm rõ các yếu tố cơ hội, chính là các lỗ hổng để các hành vi gian lận có cơ hội thực hiện. Việc ngăn ngừa, hạn chế yếu tố cơ hội sẽ giúp ngăn ngừa và hạn chế hành vi gian lận. Trong giới hạn nghiên cứu, các tác giả không nghiên cứu yếu tố áp lực và biện minh vì nó thuộc về đạo đức, suy nghĩ của mỗi con người, điều đó rất khó thể hiện ra ngoài hay khó để đánh giá chính xác một cách khách quan (Kolman, 2007; Weske, 2013).

2.2. Tổng quan nghiên cứu

2.2.1. Các cách thức thực hiện hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán

Một là, liên tục mua bán chứng khoán tạo cung cầu giả tạo cho chứng khoán. Đây là một cách thức thực hiện thao túng giá phổ biến được nhiều tác giả nghiên cứu như Kyle (1984), Rajesh (2003).

Hai là, liên tục giao dịch với khối lượng chi phối. Điển hình là nhóm nhà đầu tư bán số lượng lớn cổ phiếu của một công ty có phương án kinh doanh tốt khiến cổ phiếu giảm giá và khiến thị trường tin rằng cơ hội đầu tư là xấu, đồng thời nhóm lại giới thiệu một sự lựa chọn khác giả vờ như tốt hơn và ngược lại (Back & Baruch, 2004; Rajesh, 2003).

Ba là, đưa ra các ý kiến để truyền bá những xu hướng đầu tư nhằm tạo ảnh hưởng đến giá chứng khoán đó. Một nhà đầu tư có được thông tin nội bộ có thể hành động trái ngược với thông tin có được như là một phần của chiến lược (Van, 2003; Back & Baruch, 2004).

Bốn là, công bố thông tin sai lệch hoặc gây hiểu lầm ảnh hưởng đến giá chứng khoán trên thị trường. Bằng cách công bố các thông tin sai sự thật hoặc gây ra hiểu nhầm về các triển vọng của công ty nhằm mục đích tác động lên giá cổ phiếu (Kyle, 1984; Rajesh, 2003; Back & Baruch, 2004).

Năm là, sử dụng thông tin nội bộ trong các giao dịch chứng khoán. Giao dịch nội gián có xu hướng liên quan đến những sự kiện có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty mà người nội bộ có được thông tin trước. Ngoài ra, chìa khóa để thao túng thành công cũng được cho là phải có bên thông báo, tức phải có được thông tin nội bộ của tổ chức phát hành (Klein, 1995; Rajesh, 2003).

2.2.2. Các yếu tố cơ hội dẫn đến hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán

Nhóm các yếu tố cơ hội do người nội bộ và tổ chức phát hành

Một là, người có thông tin nội bộ chưa công bố của công ty. Cơ hội để người nội bộ có thể thực hiện những giao dịch bất hợp pháp để kiếm lời vượt trội so với thị trường là bởi họ có thông tin tốt hơn về tình hình của công ty, đặc biệt là trước các sự kiện có ảnh hưởng lớn đến giá cổ phiếu của công ty (Bonaime & Ryngaert, 2013).

Hai là, sự thông đồng của tổ chức phát hành, người nội bộ và công ty chứng khoán. Thông đồng giữa người nội bộ và công ty môi giới được xác định là hình thức gian lận phổ biến trong nghiên cứu của Rajesh (2003), Klein & Maxson (2006), Free & Murphy (2015). Các kết quả phân tích thực nghiệm trên cho thấy 40,14% các kế hoạch thao túng được thực hiện bởi nhiều bên.

Ba là, người quan trọng trong công ty lạm dụng quyền lực, vị trí. Những người có vị trí trong công ty như ban quản trị, ban giám đốc, giám đốc tài chính... có cơ hội để thực hiện hoặc lôi kéo, dụ dỗ những người khác thực hiện hành vi gian lận. Các nhân viên và nhà quản lý gian lận thường có thời gian làm việc lâu dài với tổ chức, họ biết khá rõ những điểm yếu để thực hiện thành công hành vi gian lận (Ewa & Udoayang, 2012; Cressey, 1953).

Bốn là, người được nhờ đứng tên trong công ty nhưng không tham gia góp vốn hoặc không tham gia hoạt động kinh doanh của công ty. Đây là một thực tế khá phổ biến ở Việt Nam, trong nhiều vụ gian lận, các đối tượng hoàn toàn không biết mình vi phạm. Họ cho biết chỉ đứng tên trong công ty do được bạn bè, người quen nhờ giúp (Nguyễn Thanh Tùng, 2016; Lê Nguyễn Trung Thanh, 2017).

Năm là, tổ chức phát hành có giao dịch của các bên liên quan, công ty mẹ - công ty con. Việc các công ty có các giao dịch bất thường, các mô hình tập đoàn, công ty đa quốc gia, công ty mẹ, công ty con... tạo cơ hội cho việc thao túng báo cáo tài chính. Nó cũng thường là một phần trong kế hoạch tạo dựng thông tin sai sự thật, gây hiểu lầm về tình hình doanh nghiệp, góp phần thực hiện thành công các giao dịch nội bộ và thao túng (Moyes & cộng sự, 2005; Ming & Wong, 2003).

Sáu là, tổ chức phát hành có cơ cấu tổ chức phức tạp, một người kiêm nhiệm nhiều vị trí. Cơ cấu tổ chức phức tạp gây khó khăn cho quá trình kiểm soát nội bộ, đặc biệt khi ban giám đốc kiêm nhiệm nhiều vị trí là cơ hội để ban giám đốc có thể thực hiện công bố thông tin và tạo dựng báo cáo tài chính theo ý kiến chủ quan hoặc mục tiêu của mình (Moyes & cộng sự, 2005; Farber, 2005).

Bảy là, tổ chức phát hành không kiểm soát tốt thông tin nội bộ. Tổ chức phát hành là nguồn cung thông tin, do đó nếu không kiểm soát tốt thông tin nội bộ và người nội bộ sẽ tạo cơ hội cho những hành vi gian lận hưởng lợi từ lợi thế thông tin có được (Sun, 2015; Jeng, 1998).

Nhóm các yếu tố cơ hội do nhà đầu tư

Một là, nhà đầu tư không phân tích kỹ các thông tin của tổ chức phát hành. Khi tỷ lệ người giao dịch theo đám đông và người giao dịch không hiểu biết tăng lên, chênh lệch giá trị thực và giá trị bong bóng sẽ gia tăng và làm giàu cho những người thao túng thị trường (Allen & Gale, 1992; Dorminey & cộng sự, 2010).

Hai là, nhà đầu tư dễ dàng cho mượn tài khoản chứng khoán. Đây là thực tế khá phổ biến ở Việt Nam khi một số đối tượng có thể dễ dàng mượn các tài khoản chứng khoán từ bạn bè, người thân để tăng các giao dịch khớp chéo giữa các tài khoản. Sự chủ quan của các nhà đầu tư cho mượn tài khoản tạo cơ hội thực hiện các hành vi thao túng giá chứng khoán và các hành vi gian lận khác (Nguyễn Thanh Tùng, 2016; Lê Nguyễn Trung Thanh, 2017).

Ba là, nhà đầu tư có xu hướng giao dịch chứng khoán theo người nội bộ. Những người giao dịch theo người nội bộ đã gây ra một hiệu ứng domino và vô tình tiếp tay cho nhóm thao túng nào đó (Cornell & Sirri, 1992; Dorminey & cộng sự, 2010).

Bốn là, nhà đầu tư có xu hướng giao dịch chứng khoán theo nhà đầu tư nước ngoài. Tại Việt Nam, giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài thường được các nhà đầu tư trong nước quan tâm, với tâm lý cho rằng các

nhà đầu tư nước ngoài thường là các nhà đầu tư chuyên nghiệp nên giao dịch của họ có định hướng thị trường. Vì vậy, các công ty chứng khoán thường lợi dụng điều này để đẩy các thông tin theo nhóm thao túng (Lê Nguyễn Trung Thanh, 2017; Nguyễn Đức Hiền, 2012).

Năm là, nhà đầu tư giao dịch theo khuyến nghị của công ty môi giới. Tổng hợp các nghiên cứu của Allen & Gale (1992), Rajesh (2003), Dorminey & cộng sự (2010) cho rằng các công ty môi giới tiếp tay cho các đối tượng thao túng bằng cách đưa ra các khuyến nghị đầu tư theo mục đích chủ quan. Như trong nghiên cứu của Rajesh (2003), công ty chứng khoán Durante đã đưa ra các khuyến nghị đối với cổ phiếu của Wamex holding Inc. nhằm phối hợp đẩy giá cổ phiếu này lên cao và hưởng lợi hơn 24 triệu đô la Mỹ (USD), bỏ qua các nguyên tắc đạo đức và quyền lợi của khách hàng.

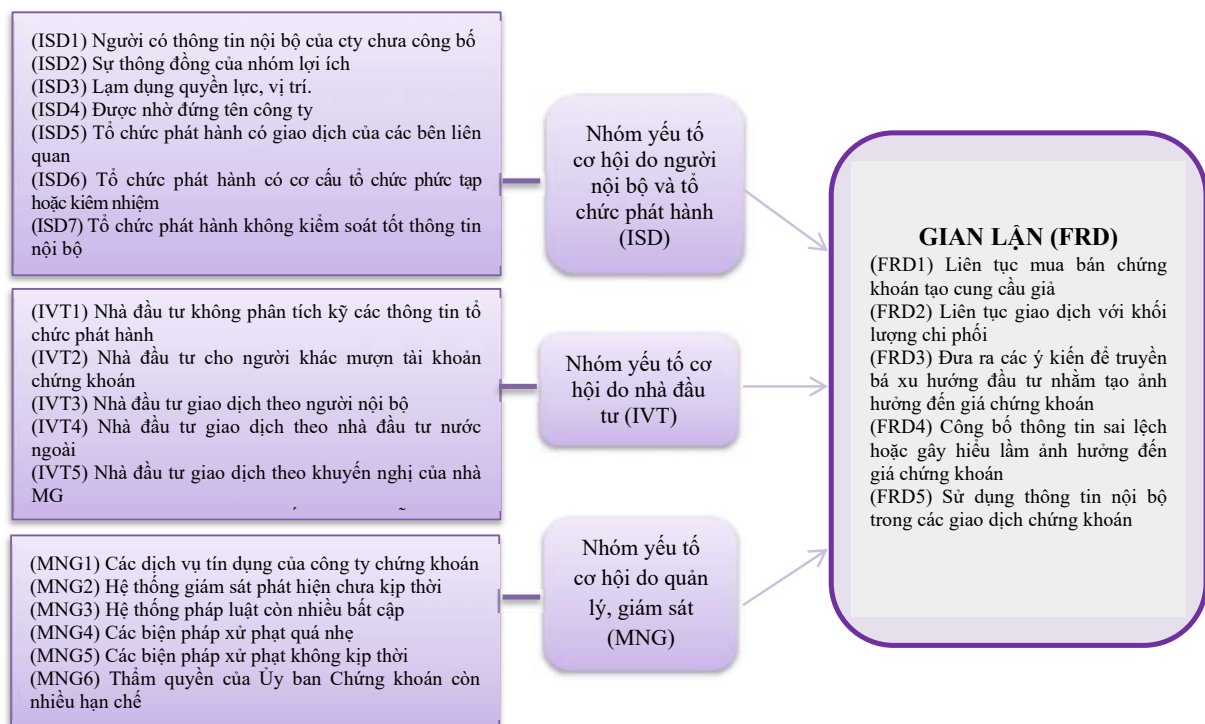
Sáu là, nhà đầu tư giao dịch theo thông tin từ vấn trên các diễn đàn chứng khoán. Tại Việt Nam, các diễn đàn chứng khoán được xem là nơi chia sẻ các thông tin, nhận định thị trường của các nhà đầu tư. Trên đây có bao gồm cả những thông tin chính xác và tin đồn không chính xác. Cũng là công cụ để đội thao túng giá thực hiện việc đưa ra những thông tin, quan điểm, bình luận về chứng khoán. Nếu các nhà đầu tư giao dịch theo các thông tin từ vấn trên mà không chọn lọc, phân tích thì có thể là cơ hội cho các hành vi thao túng giá (Nguyễn Thanh Tùng, 2016; Lê Nguyễn Trung Thanh, 2017).

Nhóm các yếu tố cơ hội do quản lý, giám sát thị trường

Một là, dịch vụ tín dụng tạo đòn bẩy của các công ty chứng khoán. Các công ty chứng khoán thường có “dịch vụ tín dụng” cho khách hàng. Điều này cho phép các khách hàng có thể mua chứng khoán với giá trị lớn hơn số tiền mình có hoặc giúp khách hàng có tiền quay vòng mua chứng khoán. Điều này cũng tạo cơ hội cho hoạt động thao túng giá chứng khoán bằng cách liên tục giao dịch giữa các tài khoản trong nhóm (Nguyễn Thanh Tùng, 2016; Lê Nguyễn Trung Thanh, 2017).

Hai là, hệ thống giám sát phát hiện gian lận của cơ quan nhà nước chưa kịp thời. Các kết quả nghiên cứu về quản lý đã làm nổi bật việc thiếu giám sát, các biện pháp tiêu chí giám sát không hiệu quả là một trong những yếu tố rủi ro làm tăng cơ hội để gian lận (Dorminey & cộng sự, 2010). Tổng hợp các nghiên cứu của Kenyon & Tilton (2006), Ewa & Udoayang (2012) cho thấy nếu một hệ thống giám sát mà các tiêu chí

Hình 1: Mô hình nghiên cứu đề xuất



Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả.

không cập nhật, không có khả năng tiên lượng đối với các cách thức gian lận mới thì sẽ có thể bị thích nghi.

Ba là, hệ thống pháp luật còn nhiều bất cập. Các yếu tố cơ hội do hệ thống pháp luật như không đủ chế tài để chứng minh và xử phạt các hành vi gian lận, hoặc các quy định của pháp luật không hợp lý, không kịp với xu hướng thị trường, chính sách chống gian lận và chính sách cho người tố cáo không được thiết lập hoặc không hiệu quả (Bhattacharya & Daouk, 2009; Rajesh, 2003).

Bốn là, các biện pháp xử phạt quá nhẹ, chưa có tính răn đe. Nghiên cứu của Bhattacharya & Daouk (2009) cho thấy gian lận có cơ hội hơn ở những quốc gia có luật chứng khoán nhưng việc thực thi lại kém hiệu quả. Thị trường chứng khoán ở các quốc gia chưa phát triển cho thấy các biện pháp xử phạt chưa tương xứng với mức độ phạm tội. Các đối tượng có nhiều cách thức để tránh các hình phạt hoặc lựa chọn một mức phạt với tội nhẹ hơn.

Năm là, các biện pháp xử phạt không kịp thời. Các nghiên cứu tại Việt Nam cho biết 100% các vụ việc về giao dịch thao túng, giao dịch nội bộ đều phát hiện và xử lý sau khi hoàn thành, tức là khi các đối tượng thực hiện các hành vi giao dịch vi phạm đã đạt được mục đích thì hệ thống giám sát mới phát hiện và xử lý (Nguyễn Thanh Tùng, 2016; Lê Nguyễn Trung Thanh, 2017).

Sáu là, thẩm quyền của Ủy ban Chứng khoán còn nhiều hạn chế. Ủy ban Chứng khoán là đơn vị trực tiếp quản lý thị trường chứng khoán nhưng không có những quyền hạn cần thiết để điều tra, ngăn chặn, xử lý kịp thời như không có quyền cưỡng chế các đối tượng tình nghi đến chất vấn, không có quyền truy cập kịp thời các thông tin về giao dịch tiền, thông tin viễn thông... (Nguyễn Thanh Tùng, 2016; Lê Nguyễn Trung Thanh, 2017).

2.3. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên mô hình nghiên cứu, các giả thuyết được thiết lập như sau:

H1: Nhóm yếu tố cơ hội do người nội bộ, tổ chức phát hành có tác động tới hành vi gian lận.

H2: Nhóm yếu tố cơ hội do nhà đầu tư có tác động tới hành vi gian lận.

H3: Nhóm yếu tố cơ hội do quản lý, giám sát thị trường có tác động tới hành vi gian lận.

3. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu: Nghiên cứu sử dụng dữ liệu sơ cấp từ phiếu khảo sát các chuyên gia. Phiếu khảo sát gồm 3 phần: Phần 1 là thông tin chung của người được phỏng vấn; Phần 2 là gồm 19 câu hỏi theo thang đo Likert 5 mức độ về tác động của các yếu tố cơ hội dẫn đến hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán Việt Nam. 1. Hoàn toàn không tác động; 2. Không tác động; 3. Tác động trung bình; 4. Rất tác động; 5. Hoàn toàn tác động. Phần 3 gồm 5 câu hỏi về các cách thức thực hiện hành vi gian lận (đo lường biến phụ thuộc). Phiếu khảo sát được gửi đến cho các đối tượng khảo sát thông qua các công ty chứng khoán, thư điện tử và khảo sát qua các biểu mẫu của Google trên <http://docs.google.com>. Tổng số phiếu được sử dụng là 568 phiếu khảo sát. Đối tượng được phát phiếu khảo sát là các nhà đầu tư và các nhà môi giới chứng khoán có hơn 5 năm kinh nghiệm, các chuyên gia tại Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở giao dịch chứng khoán, công ty quản lý quỹ.

Phương pháp nghiên cứu: Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với việc phân tích nhân tố khám phá EFA để khám phá các yếu tố cơ hội dẫn đến hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán Việt Nam và mô hình hồi quy để xác định mức độ tác động của các yếu tố cơ hội dẫn đến hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Quy trình xử lý số liệu:

Kết quả khảo sát được xử lý bằng chương trình SPSS thông qua các bước sau đây:

Thứ nhất, đánh giá độ tin cậy của thang đo với hệ số Cronback Alpha $\geq 0,7$ và có hệ số tương quan biến tổng $\geq 0,3$.

Thứ hai, kiểm định giá trị của thang đo bằng cách phân tích nhân tố khám phá EFA trong đó hệ số tải nhân tố $> 0,5$. Phương pháp rút trích nhân tố được sử dụng là phương pháp xoay các nhân tố Varimax.

Thứ ba, kiểm định lại độ tin cậy của thang đo với hệ số Cronback Alpha sau khi đã loại bỏ các chỉ báo không phù hợp.

Thứ tư, phân tích tương quan giữa các biến.

Bảng 1: Đánh giá độ tin cậy của thang đo thông qua hệ số Cronbach's Alpha

STT	Biến	Ký hiệu	Hệ số Cronbach's Alpha
1	Các cách thức thực hiện hành vi gian lận	FRD	0,754
2	Biến cơ hội do người nội bộ và tổ chức phát hành	ISD	0,809
3	Biến cơ hội do nhà đầu tư	IVT	0,758
4	Biến cơ hội do quản lý, giám sát thị trường	MNG	0,858

Nguồn: Tổng hợp từ kết quả phân tích.

Thứ năm, phân tích mô hình hồi quy bội.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Mô tả mẫu khảo sát

Trong 568 mẫu khảo sát có 332 mẫu khảo sát là của nam giới (chiếm 58,45%), nữ giới chiếm 41,55%, tức tỷ lệ nam giới nhiều hơn. Các đối tượng khảo sát có trình độ học vấn cao, trong đó 93,48% người được khảo sát có trình độ đại học hoặc sau đại học. Chỉ có 6,5% người được khảo sát có trình độ cao đẳng, phổ thông trung học.

Trong 568 phiếu khảo sát được phân tích, có 291 phiếu khảo sát của các nhà đầu tư có trên 5 năm kinh nghiệm tham gia đầu tư chứng khoán (chiếm 51,23%), số phiếu khảo sát của những người làm việc trong lĩnh vực chứng khoán (công ty chứng khoán, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở giao dịch Chứng khoán...) chiếm 48,77%. Điều này cho thấy mẫu nghiên cứu có sự tương đối đồng đều giữa các đối tượng được khảo sát.

4.2. Đánh giá độ tin cậy của thang đo

Bảng 1 cho thấy hệ số Cronbach's Alpha của tất cả các biến đều $> 0,7$. Tuy nhiên, chỉ báo ISD4 có hệ số Cronbach's Alpha if item delete là $0,809 >$ hệ số Cronbach's Alpha của biến ISD. Chỉ báo MNG1 có hệ số Cronbach's Alpha if item delete là $0,858 >$ hệ số Cronbach's Alpha của biến MNG nên nghiên cứu tiến hành loại bỏ hai chỉ báo ISD4 và MNG1.

4.3. Phân tích EFA đối với biến độc lập

Quá trình phân tích EFA được thực hiện hai lần, trong đó hệ số tải nhân tố trong các lần phân tích đều có giá trị $> 0,5$, thể hiện mối tương quan phù hợp giữa các biến quan sát (các chỉ báo) và các nhân tố lựa chọn trong mô hình. Tuy nhiên, do không đảm bảo “giá trị hội tụ” về cùng một nhân tố nên ở lần phân tích thứ nhất, các chỉ báo ISD5, IVT1, IVT2, MNG2, MNG3 bị loại. Kết quả phân tích lần hai cho thấy dữ liệu còn lại đủ điều kiện phân tích do có các hệ số tải nhân tố $> 0,5$ và thỏa mãn hai điều kiện là “Giá trị hội tụ” và “Giá trị phân biệt”.

4.4. Phân tích EFA đối với biến phụ thuộc

Quá trình phân tích nhân tố khám phá EFA đối với biến phụ thuộc cho thấy hệ số Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) là $0,756 (> 0,5)$. Giá trị Sig. là $0,000 (< 0,05)$, phương sai trích là $50,503$, đồng thời các chỉ báo gộp thành một biến duy nhất, đảm bảo yêu cầu “giá trị hội tụ”.

4.5. Đánh giá độ tin cậy của thang đo mới

Sau khi phân tích nhân tố EFA, loại bỏ các chỉ báo không thích hợp và nhóm lại thành các biến mới, tác giả tiến hành đánh giá lại độ tin cậy của thang đo. Kết quả phân tích kiểm định Cronbach's Alpha của các biến mới cho thấy độ tin cậy của thang đo dùng trong phân tích khi hệ số Cronbach's Alpha của tất cả các biến đều $> 0,7$.

Bảng 2: Kết quả phân tích nhân tố EFA

Phân tích EFA	KMO	P-value	Phương sai trích	Hệ số tải nhân tố	Kết luận
Lần 1	0,877	0,000	61,116	Tất cả $> 0,5$	Loại bỏ 5 chỉ báo
Lần 2	0,817	0,000	60,595	Tất cả $> 0,5$	Đủ điều kiện phân tích

Nguồn: Tổng hợp từ kết quả phân tích.

Bảng 3: Kết quả phân tích hồi quy các yếu tố của biến độc lập

STT	Biến độc lập	B	Hệ số hồi quy chuẩn hóa Beta	Sig.	Hệ số phóng đại vương sai VIF
	(Constant)	1,470		0,000	
1	ISD	0,377	0,413	0,000	1,366
2	IVT	0,072	0,079	0,035	1,188
3	MNG	0,164	0,211	0,000	1,406

Nguồn: Tổng hợp từ kết quả phân tích.

4.6. Phân tích mô hình hồi quy

Kết quả phân tích hồi quy cho thấy với giá trị Sig. đều < 0,05 và hệ số hồi quy chuẩn hóa Beta dương chứng tỏ tất cả các biến độc lập đưa vào mô hình đều có tác động thuận chiều đến biến phụ thuộc. Thứ tự tác động là với hệ số hồi quy chuẩn hóa Beta là ISD (0,413), MNG (0,211), IVT (0,079). Kết quả phân tích hồi quy cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến vì hệ số phóng đại phương sai (VIF) đều nhỏ hơn 2. Phương trình hồi quy thu được:

$$FRD = 1,470 + 0,377*ISD + 0,072*IVT + 0,164*MNG$$

4.7. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Như vậy, các nhóm yếu tố cơ hội đều có tác động đến hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong đó, nhóm yếu tố cơ hội tác động lớn nhất đến hành vi gian lận là nhóm cơ hội từ người nội bộ và tổ chức phát hành. Bảng 4 cho thấy “Người có thông tin nội bộ chưa công bố” là yếu tố cơ hội tác động nhất đến hành vi gian lận (Giá trị trung bình của ISD1 = 3,60), kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Bonaime & Ryngaert (2013). Tiếp theo là yếu tố “sự thông đồng của cổ đông lớn, tổ chức phát hành và công ty chứng khoán” (Giá trị trung bình của ISD2 = 3,48), kết quả này có sự tương đồng với nghiên cứu của Rajesh (2003), Free & Murphy (2015), Dorminey & cộng sự (2010), Klein & Maxson (2006). “Lạm dụng quyền lực, vị trí để lôi kéo người khác thực hiện hành vi gian lận”, “Tổ chức phát hành có cơ cấu tổ chức phức tạp, một người kiêm nhiệm nhiều vị trí.”, “Tổ chức phát hành không kiểm soát tốt thông tin nội bộ” là các yếu tố cơ hội tiếp theo tác động đến hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả này không đồng nhất với nghiên cứu của Jeng (1998) bởi nghiên cứu này tập trung vào gian lận báo cáo tài chính mà không xem xét đến hành vi giao dịch nội gián và thao túng giá chứng khoán.

Nhóm yếu tố cơ hội “Quản lý, giám sát thị trường chưa hiệu quả” có tác động lớn thứ 2 tới hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán. Trong đó “Các biện pháp xử phạt quá nhẹ, chưa có tính răn đe”, “Các biện pháp xử phạt không kịp thời, chậm trễ”, “Thẩm quyền của Ủy ban Chứng khoán trong kiểm tra, thanh tra, xử phạt còn nhiều hạn chế” là các yếu tố tác động đến hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Nguyễn Thanh Tùng (2016), Lê Nguyễn Trung Thanh (2017). Trên thực tế, các yếu tố nói trên đã được phản ánh trong các văn bản góp ý sửa đổi

Bảng 4: Giá trị bình quân thống kê

	Số quan sát	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn
ISD1	568	1	5	3,60	1,141
ISD2	568	1	5	3,48	1,009
ISD3	568	1	5	3,36	1,036
ISD6	568	1	5	3,30	1,045
ISD7	568	1	5	3,27	1,095
IVT3	568	1	5	3,42	1,007
IVT4	568	1	5	3,36	1,004
IVT5	568	1	5	3,32	1,001
IVT6	568	1	5	3,36	1,076
MNG4	568	1	5	3,57	1,110
MNG5	568	1	5	3,53	1,039
MNG6	568	1	5	3,30	1,084
Valid N (listwise)	568				

Luật Chứng khoán. Do đó, Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14 đã được bổ sung các thẩm quyền của Ủy ban Chứng khoán trong kiểm tra, thanh tra và xử lý vi phạm.

Nhóm yếu tố cơ hội cuối cùng tác động đến hành vi gian lận là “nhà đầu tư thiếu hiểu biết, đầu tư theo tâm lý đám đông”. Kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Nguyễn Đức Hiền (2012) rằng hành vi đầu tư theo đám đông đã trở thành một thực trạng điển hình trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

5. Kết luận và khuyến nghị

5.1. Kết luận

Nghiên cứu đã xác định được thứ tự các nhóm yếu tố cơ hội tác động đến hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán gồm các yếu tố cơ hội do người nội bộ và tổ chức phát hành; các yếu tố do quản lý, giám sát thị trường chưa hiệu quả; các yếu tố do nhà đầu tư thiếu hiểu biết hoặc tâm lý đầu tư theo đám đông.

“Người có thông tin nội bộ chưa công bố” và “Sự thông đồng của cổ đông lớn, tổ chức phát hành và công ty chứng khoán” là các yếu tố tác động lớn nhất trong nhóm các yếu tố cơ hội do người nội bộ và tổ chức phát hành. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của nhiều tác giả trong và ngoài nước. Ngoài ra, một số kết quả mang tính đặc thù do thị trường chứng khoán Việt Nam mới được hình thành và phát triển 20 năm với hệ thống pháp lý và mô hình quản lý còn nhiều bất cập. Cụ thể, “Các biện pháp xử phạt không kịp thời”, “Thẩm quyền của Ủy ban Chứng khoán trong kiểm tra, thanh tra, xử phạt còn nhiều hạn chế” là các yếu tố tác động nhất trong nhóm các yếu tố cơ hội do Quản lý, giám sát thị trường chưa hiệu quả.

5.2. Một số hàm ý kiến nghị

Dựa trên kết quả các yếu tố cơ hội dẫn đến hành vi gian lận nói trên, nhóm tác giả đề xuất một số kiến nghị sau đây:

Đối với tổ chức phát hành

Các tổ chức phát hành cần có quy chế quản lý và xử lý thông tin nội bộ, giám sát hành vi gian lận để bảo vệ quyền lợi của các cổ đông. Các quy chế cần dễ dàng xác định những người nhận được thông tin nội bộ, đặc biệt cần có những quy định hạn chế giao dịch của người nội bộ xung quanh thời điểm công bố thông tin.

Đối với các nhà đầu tư

Các nhà đầu tư cần tăng cường bồi dưỡng nâng cao năng lực nhận biết và phòng ngừa các hành vi gian lận. Nâng cao kiến thức tài chính cơ bản và các sản phẩm đầu tư phức tạp, khả năng tự đánh giá sự phù hợp của sản phẩm đầu tư với nhu cầu cá nhân.

Bồi dưỡng các kiến thức để nhận biết các dấu hiệu hành vi gian lận, các bất thường cần tránh giao dịch, cách nhận biết các cảnh báo như các sai phạm trong công bố thông tin, gian lận trong báo cáo tài chính, sự thay đổi giá bất thường, dấu hiệu thao túng giá... Nắm bắt các kiến thức về quyền và nghĩa vụ của nhà đầu tư khi tham gia thị trường chứng khoán.

Đối với các cơ quan quản lý

Pháp luật cần quy định rõ trách nhiệm của tổ chức phát hành và công ty chứng khoán đối với các hành vi gian lận. Xác lập trách nhiệm giám sát ở cấp thứ 3 đối với các công ty chứng khoán trong hệ thống giám sát giao dịch chứng khoán. Cần chuyển từ cơ chế giám sát thị trường hậu kiểm sang cơ chế giám sát theo thời gian thực mang tính phòng ngừa, ngăn chặn. Từng bước chuyển từ giám sát tuân thủ sang giám sát rủi ro nhằm nhận diện, theo dõi, phòng ngừa, xử lý các hành vi gian lận một cách kịp thời, nhanh chóng.

5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu trong tương lai

Nghiên cứu này chỉ nghiên cứu các hành vi gian lận đối với cổ phiếu trên thị trường chứng khoán cơ sở, không bao gồm các hành vi gian lận trên thị trường chứng khoán phái sinh hoặc những hành vi gian lận có tính chất đan xen cả thị trường chứng khoán cơ sở và thị trường chứng khoán phái sinh. Vì vậy, các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng phạm vi nghiên cứu, làm rõ sự liên quan và tác động lẫn nhau của hành vi gian lận của nhà đầu tư trên hai thị trường.

Tài liệu tham khảo:

- Allen, F. & Gale, D. (1992), 'Stock-price manipulation', *Review of Financial Studies*, 5, 503-529.
- Back, K. & Baruch, S. (2004), 'Information in securities markets: Kyle meets Glosten and Milam', *Econometrica*, 72(2), 433-465.
- Bhattacharya, U. & Daouk, H. (2009), 'When no law is better than a good law', *Review of Finance*, 13(4), 577-627.
- Bonaime, A.A. & Ryngaert, M.D. (2013), 'Insider trading and share repurchases: Do insiders and firms trade in the same direction?', *Journal of Corporate Finance*, 22, 35-53.
- Cornell, B. & Sirri, E.R. (1992), 'The reaction of investors and stock prices to insider trading', *The Journal of Finance*, 47(3), 1031-1059.
- Cressey, D.R. (1953), *Other People's Money*, Patterson Smith, Montclair, NJ, 1-300.
- Dorminey, J., Fleming, A.S., Kranacher, M. & Riley, R.A.Jr. (2010), 'Beyond the fraud triangle: Enhancing deterrence of economic crimes', *CPA Journal*, 80(7), 17-23.
- Ewa, U.E. & Udoayang, J.O. (2012), 'The impact of internal control design on banks' ability to investigate staff fraud, and life style and fraud', *Nigeria International Journal of Research in Economics & Social Sciences*, 2(2), 32-44.
- Farber, D. (2005), 'Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter?', *The Accounting Review*, 80(2), 539-561.
- Free, C. & Murphy, P. (2015), 'The ties that bind: the decision to co-offend in fraud', *Contemporary Accounting Research*, 32(1), 18-54.
- Jeng, L.A. (1998), 'Corporate insiders and the window of opportunity', *Boston University Working paper*, Boston University.
- Kenyon, W. & Tilton, P.D. (2006), 'Potential red flags and fraud detection techniques', In *A Guide to Forensic Accounting Investigation*, Hasan, O. (Ed.), John Wiley & Sons Inc., New Jersey.
- Klein, M. (1995), *The American Street Gang: Its Nature, Prevalence, and Control*, Oxford University Press, New York.
- Klein, M. & Maxson, C. (2006), *Street Gang Patterns and Policies*, Oxford University Press, Oxford.
- Kolman, M. (2007), 'Creating a fraud risk dialogue: Internal auditors can use a carefully crafted questionnaire to help meet their responsibility for identifying the indicators of fraud', *Internal Auditor*, 64(3), 45-48.
- Kyle, A.S. (1984), 'A theory of futures market manipulations', In *The Industrial Organization of Futures Markets*, Anderson, R.W. (Ed.), Lexington Books, Lexington.
- Lê Nguyễn Trung Thanh (2017), 'Xây dựng và hoàn thiện hệ thống tiêu chí giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán niêm yết', Đề tài số UB.2017.04, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.
- Ming, J.J. & Wong, T.J. (2003), 'Earnings management and tunneling through related party transactions: Evidence from Chinese corporate groups', proceeding of 30th EFA Annual Meeting, European Finance Association, Scotland.
- Moyes, G., Lin, P. & Landry-Jr, R. (2005), 'Raise the red flag', *Internal Auditor*, 62(5), 47-51.
- Murphy, D. & Tibbs, S. (2010), 'Internal controls and the cost of fraud: An empirical investigation', *Journal of Corporate Treasury Management*, 3(2), 127-131.
- Nguyễn Đức Hiền (2012), 'Hành vi của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam', Luận án tiến sĩ, Đại học Kinh tế Quốc dân Hà Nội.
- Nguyễn Thanh Tùng (2016), 'Hoàn thiện hệ thống giám sát giao dịch cho thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2016-2020', Đề tài số UB.16.07, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.
- Rajesh, K. (2003), 'Performance incentives within firms: The effect of managerial responsibility', *The Journal of Finance*, 58, 1613-1650.
- Rezaee, Z., Crumbley, D.L. & Elmore, R.C. (2004), 'Forensic accounting education', *Advances in Accounting Education: Teaching and Curriculum Innovations*, 6, 193-231.
- Rezaee, Z. & Riley, R. (2010), *Financial statement fraud: Prevention and detection*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, NJ.
- Seo, K., Choi, J., Choi, Y.S., Lee, D.C. & Lee, S. (2009), 'Research about extracting and analyzing accounting data of company to detect financial fraud', presentation at 2009 IEEE International Conference on Intelligence and Security Informatics, June 8th-11th.
- Sun, X. (2015), 'Essays on insider trading', Doctor of philosophy, The University of Texas-Pan American.
- Van, B.J. (2003), 'Rumors', *Journal of Finance*, 58(4), 1499-1519.
- Weske, L.J. (2013), 'Share price changes and price/earnings ratios as predictors of fraud prior to a fraud announcement', Doctor of Philosophy, Northcentral University.