

Các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Đặng Thị Thúy Hằng*, Trần Thị Nam Thanh**

Ngày nhận: 28/10/2014

Ngày nhận bản sửa: 15/11/2014

Ngày duyệt đăng: 8/12/2014

Tóm tắt:

Nghiên cứu này tìm hiểu những nhân tố có ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tác giả đã sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính bao gồm phỏng vấn sâu và thảo luận nhóm với các nhà đầu tư cá nhân, nhà đầu tư tổ chức, chuyên gia, nhân viên môi giới chứng khoán, nhà phân tích tài chính có chuyên môn và kinh nghiệm tham gia thị trường chứng khoán. Với sự trợ giúp của phần mềm QSR Nvivo.10, kết quả nghiên cứu cho thấy có rất nhiều nhân tố ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư, trong đó thông tin từ Báo cáo tài chính có ảnh hưởng nhiều nhất.

Từ khóa: Nhà đầu tư; Quyết định đầu tư; Thị trường chứng khoán Việt Nam; Công ty niêm yết; Nhân tố ảnh hưởng.

Factors that affect the decisions of investors in the Vietnamese Stock Exchange Market

Abstract:

This study focuses on the factors that affect the decision of the investors in the securities market of Vietnam. The authors use the qualitative method including in-depth interviews and focus group discussions with individual investors, institutional investors, professionals, stockbrokers, and financial analysts who have expertise and experience in the stock market. With the support of the QSR Nvivo.10 software, the research results indicate that there are many factors that affect the decision-making of investors in the Vietnamese Stock Market, among them the information from Financial Statements is the most notable.

Keywords: Investors, decision-making, Vietnamese Stock Exchange Market, listed company, and influencing factors.

1. Giới thiệu

Nhờ có toàn cầu hóa mà các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là các công ty niêm yết đã có cơ hội gia tăng vốn kinh doanh thông qua các khoản đầu tư không chỉ của các nhà đầu tư trong nước mà còn cả từ các nhà đầu tư nước ngoài. Nhà đầu tư đóng một vai trò hết sức quan trọng vào sự phát triển của thị trường chứng khoán bên cạnh các thành viên tham gia thị trường khác như công ty niêm yết, công ty

chứng khoán và cơ quan quản lý nhà nước. Quyết định của nhà đầu tư (mua, bán hay nắm giữ chứng khoán) có ảnh hưởng trực tiếp đến sự ổn định của thị trường chứng khoán. Chính vì vậy, để thu hút được dòng vốn đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam nhiều hơn nữa, các doanh nghiệp niêm yết nói riêng và các nhà nghiên cứu, nhà hoạch định chính sách có liên quan đến thị trường chứng khoán nói chung cần phải quan tâm tìm hiểu sâu hơn về các

nhà đầu tư cũng như quyết định đầu tư của họ.

Trên thực tế, thông tin đưa ra từ các công ty niêm yết tại Việt Nam còn “*hạn chế, nghèo nàn và thiếu tính chuyên nghiệp*” (Nguyễn Văn Phong, 2009). Nguyễn Văn Phong (2009) cũng nhấn mạnh rằng các công bố của rất nhiều các công ty niêm yết được đặt ở “*nơi vô cùng hẻo lánh*” mà không phải cổ đông nào cũng dễ dàng tìm được và một số công ty lại còn không công bố báo cáo thường niên trên trang web của mình. Điều này cũng được chứng minh qua nghiên cứu của Ngô Thu Giang (2011), có đến 20% công ty trong mẫu điều tra “*có trang thông tin điện tử không hoạt động*” hoặc có hoạt động “*nhưng không có các thông tin về báo cáo tài chính, báo cáo thường niên*”. Theo công bố của sàn HOSE (2013a, 2013b), số lượng các công ty niêm yết tại sàn HOSE chậm công bố thông tin, không công bố thông tin theo luật định hoặc thông tin công bố không chính xác luôn ở mức rất cao: năm 2011 chỉ có 24 công ty (trong đó có 20 công ty bị cảnh cáo), thì năm 2012 con số này tăng gấp hơn 8 lần với 204 công ty (18 công ty bị cảnh cáo) và tính đến ngày 04 tháng 12 năm 2013 đã có 153 công ty vi phạm (7 công ty bị cảnh cáo). Ngoài ra, vẫn còn tồn tại sự khác biệt lớn giữa các báo cáo trước và sau khi được kiểm toán của rất nhiều công ty niêm yết. Thực trạng trên đã làm ảnh hưởng không nhỏ đến quyết định của các nhà đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

Như vậy, liệu thông tin từ báo cáo thường niên có ảnh hưởng đáng kể đến quyết định của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam hay còn có những nhân tố tác động khác nữa? Do vậy, sẽ là rất cần thiết khi thực hiện một nghiên cứu để xem xét xem các nhân tố nào cũng như mức độ ảnh hưởng của nó đến quyết định của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả của nghiên cứu này về mặt lý luận sẽ làm giàu thêm sự hiểu biết về các nhân tố có tác động đến quyết định của các nhà đầu tư vào thị trường chứng khoán. Bên cạnh đó, về mặt thực tiễn, nghiên cứu còn giúp cho các thành viên tham gia thị trường chứng khoán có một sự điều chỉnh thích hợp sao cho thu hút được vốn đầu tư từ các nhà đầu tư.

Để thực hiện được các mục tiêu trên, nghiên cứu đã được thực hiện với phương pháp định tính bao gồm phỏng vấn sâu (in-depth interview) và thảo luận nhóm (focus group), với đối tượng nghiên cứu là các nhà đầu tư cá nhân, nhà đầu tư tổ chức,

chuyên gia, nhân viên môi giới chứng khoán (*brokers*) và nhà phân tích tham gia vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu từ các cuộc phỏng vấn đã được xử lý trên phần mềm QSR Nvivo.10 đưa lại những kết quả rất thú vị. Bài viết này thể hiện toàn bộ nội dung của nghiên cứu bao gồm: (1) Giới thiệu, (2) Tổng quan tài liệu, (3) Phương pháp nghiên cứu, (4) Kết quả và thảo luận, và (5) Kết luận.

2. Tổng quan tài liệu

Quyết định đầu tư của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán chịu tác động bởi rất nhiều các nhân tố khác nhau, bao gồm cả các nhân tố thuộc về môi trường bên ngoài cũng như nội tại bản thân nhà đầu tư. Các nhân tố thuộc về bản thân nhà đầu tư ví dụ như: Năng lực và trình độ của nhà đầu tư (Baker và Haslem, 1973); Tâm lý nhà đầu tư (Chandra, 2009); Giới tính (Wang, 1994, trích trong Schubert và cộng sự, 1999). Các nhân tố thuộc về môi trường bên ngoài như: Tâm lý đám đông (Garling và cộng sự, 2010); Các lỗi dự báo về tài sản trong quá khứ (Hirst, Jackson và Koonce, 2003, trích trong Petroni, 2003); Chỉ số thị trường chứng khoán (Abbad, 2012); Thông tin từ báo cáo thường niên của công ty niêm yết (Abu-Nassar và Rutherford, 1996, Al-Razeen và Karbhari, 2004a và 2007, Mirshekary và Saudagaran, 2005).

Để đưa ra các quyết định đầu tư, các nhà đầu tư mong muốn các công ty công bố những thông tin về tình hình tài chính, nguồn tài chính, dự báo quản lý, kế hoạch đầu tư, và các chính sách tài chính (Al-Ajmi, 2009). Các nội dung này thường được công bố thông qua các báo cáo thường niên của công ty. Chính vì vậy, đã có rất nhiều nghiên cứu được tiến hành ở các thị trường chứng khoán khác nhau chứng minh rằng báo cáo thường niên là nguồn thông tin quan trọng nhất có ảnh hưởng đến việc ra quyết định của người sử dụng thông tin nói chung và nhà đầu tư nói riêng.

Thật vậy, Abu-Nassar và Rutherford (1996) đã tiến hành điều tra các nhà đầu tư tổ chức, nhân viên tín dụng ngân hàng, nhân viên môi giới chứng khoán, các học giả và các nhà đầu tư cá nhân ở Jordan với 8 nhân tố ảnh hưởng đến việc ra quyết định đầu tư của họ bao gồm: *báo cáo thường niên, lời khuyên của người môi giới chứng khoán, báo và tạp chí, tin đồn, thăm công ty và tiếp xúc với nhà quản lý, thống kê của thị trường chứng khoán, thảo luận với đồng nghiệp và lời khuyên từ bạn bè*. Kết

quả điều tra cho thấy 4 trong tổng số 5 nhóm đối tượng trừ nhóm nhân viên tín dụng ngân hàng chọn thông tin từ *báo cáo thường niên* (1) có ảnh hưởng lớn nhất, tiếp theo là *thăm công ty và tiếp xúc với nhà quản lý* (2), và *lời khuyên của người môi giới chứng khoán, báo và tạp chí* (3). Trong đó, nhóm nhà đầu tư cá nhân luôn có mức độ lựa chọn thấp hơn các nhóm khác. Tương tự như vậy, thông tin từ *báo cáo thường niên* (1) cũng là nhân tố quan trọng nhất đối với các nhóm đối tượng như các nhà đầu tư cá nhân, các nhà đầu tư tổ chức, các chủ nợ, các nhân viên chính phủ và các nhà phân tích tài chính ở quốc gia các tiểu Vương quốc Ả rập thống nhất theo các nghiên cứu của Al-Razeen và Karbhari (2004a, 2007), tiếp đến là *báo cáo giữa niên độ* (2), *thông tin trực tiếp từ công ty* (3), *lời khuyên của các chuyên gia* (4), *các ấn phẩm đặc biệt* (5), *báo và tạp chí* (6), *lời khuyên từ bạn bè* (7), và *tin đồn* (8).

Theo Mirshekary và Saudagaran (2005), *báo cáo thường niên* (1) là nguồn thông tin quan trọng nhất trong việc ra quyết định ở Iran, sau đó là *thông tin truyền miệng* (2), *giá cổ phiếu hàng ngày* (3), *tiếp xúc với nhà quản lý* (4), *tin đồn* (5), *lời khuyên của người môi giới chứng khoán* (6), *lời khuyên từ bạn bè và người thân* (7). Nghiên cứu được tiến hành điều tra trên các nhóm đối tượng như: các nhân viên tín dụng ngân hàng, các nhân viên đầu tư ngân hàng, các kiểm toán viên, nhân viên thuế, môi giới chứng khoán, các nhà đầu tư tổ chức và các chuyên gia về báo cáo thường niên của các công ty. Mặc dù phần đông số người được hỏi cho rằng *báo cáo thường niên* là nguồn thông tin quan trọng nhất, nhưng các báo cáo đã công bố vẫn chưa cung cấp đầy đủ các thông tin cần thiết bởi vì còn chưa chi tiết và chậm công bố. Cũng trong năm 2005, Hellman (Trích trong Al Sawalqa, 2012) đã tiến hành nghiên cứu ở Thụy Điển và cho thấy các tầm quan trọng là khác nhau giữa thông tin viết và thông tin nói; *báo cáo thường niên*, *tiếp xúc với nhà quản lý*, *tiếp xúc trực tiếp với công ty*, *thăm công ty*, *các cuộc gặp gỡ với các nhà phân tích nội bộ bên trong doanh nghiệp*, *báo cáo giữa niên độ*, *bản cáo bạch* là những nguồn thông tin được lựa chọn cao bởi người sử dụng.

Cũng theo một cuộc điều tra của chính phủ ở Trung Quốc, 51% trong tổng số 500 nhà đầu tư được hỏi cho rằng *BCTC* có ảnh hưởng đến lựa chọn và ra quyết định mua, bán cổ phiếu của họ. Tiếp đến là *các thông báo khác của công ty* (48.4%), *các khuyến cáo hoặc lời bình luận về cổ phiếu từ TV*,

đài, báo (48.2%), *bản tin báo chí* (47.6%) (Xinhua News Agency, 2006).

Ở Bahrain, Al-Ajmi (2009) đã tiến hành điều tra bằng cách gửi bảng hỏi qua thư cho 800 nhà đầu tư cá nhân với tỷ lệ trả lời là 42.6%. Kết quả điều tra cho thấy mức độ quan trọng của các nhân tố trong việc ra quyết định đầu tư theo thứ tự giảm dần như sau: *báo cáo thường niên* (1), *kỳ vọng cá nhân* (2), *lời khuyên từ nhà tư vấn* (3), *lời khuyên từ nhân viên ngân hàng* (4), *báo* (5), *lời khuyên từ người môi giới chứng khoán* (6), *các nguồn khác* (7), *lời khuyên từ bạn bè* (8) và cuối cùng là *tin đồn* (9).

Gần đây nhất, Al Sawalqa (2012) cũng bằng phương pháp gửi thư mời tham gia trả lời phiếu hỏi cho 160 nhà đầu tư cá nhân ở Jordan và số phiếu thu về là 103 nhưng chỉ có 94 phiếu là sử dụng được cho nghiên cứu (chiếm 58,8%). Kết quả phân tích định lượng cho thấy thông tin từ *báo cáo thường niên* của các công ty là quan trọng nhất khi ra quyết định của các nhà đầu tư. Tiếp đến là sự ảnh hưởng của các nguồn thông tin khác như: *giá cổ phiếu hàng ngày*, *website của công ty*, *báo và các tạp chí*, *lời khuyên từ bạn bè*, *trao đổi với nhân viên của công ty*, *lời khuyên từ những người môi giới chứng khoán*, *tin đồn*. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các nhà đầu tư phụ thuộc vào thông tin viết hơn là thông tin nói khi ra quyết định; báo cáo thường niên và trao đổi với nhân viên của công ty đóng góp to lớn cho việc tạo ra một cơ hội đầu tư tốt.

Như vậy, có rất nhiều nhân tố có ảnh hưởng đến việc ra quyết định của các đối tượng sử dụng thông tin, trong đó *báo cáo thường niên* là nguồn thông tin quan trọng nhất. Tuy nhiên, có một số nghiên cứu lại chỉ ra rằng *báo cáo thường niên* không phải là nguồn thông tin có ảnh hưởng lớn nhất đến việc ra quyết định đầu tư. Naser, Nuseibeh và Al-Hussaini (2003) đã tìm ra được nhận thức của các đối tượng khác nhau về việc sử dụng thông tin tài chính được trình bày trong các báo cáo của các công ty ở Kuwait. Các nhóm đối tượng điều tra bao gồm các nhà đầu tư tổ chức, nhà đầu tư cá nhân, nhà phân tích tài chính, nhân viên tín dụng ngân hàng, nhân viên chính phủ, kiểm toán viên và người môi giới chứng khoán. Những người được hỏi đều nhất trí rằng thông tin trong *báo cáo thường niên* là hữu ích với việc ra quyết định đầu tư và đánh giá hoạt động của các doanh nghiệp; mặc dù vậy, nhóm các nhà đầu tư cá nhân lại chọn *thông tin trực tiếp từ công ty* là nguồn thông tin quan trọng nhất khi đưa ra

quyết định đầu tư.

Tương tự, theo nghiên cứu của Anderson (1981), với câu hỏi “*Khi ra quyết định mua, bán hay nắm giữ cổ phiếu phổ thông, nguồn thông tin nào là quan trọng nhất?*”, thì câu trả lời là *báo cáo thường niên của công ty*, nhưng *tham quan công ty* lại có nhiều lựa chọn hơn cả ở mức độ quan trọng nhất. Điều này chứng tỏ rằng *thông tin nội bộ* là rất quan trọng khi ra quyết định đối với các nhà đầu tư tổ chức ở Australia.

Bên cạnh đó, có những nghiên cứu cho thấy báo cáo thường niên không có ảnh hưởng nhiều đến việc ra quyết định đầu tư. Điển hình như nghiên cứu của Baker và Haslem (1973): đã điều tra các nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông tham gia thị trường chứng khoán tại Washington D.C. (Mỹ). Với số lượng mẫu tương đối lớn (851 người trả lời trong tổng số 1.623 nhà đầu tư cá nhân từ danh sách của 5 công ty chứng khoán), sử dụng thang đo 5 điểm Likert và 33 nhân tố (items); kết quả điều tra cho thấy đại đa số nhà đầu tư cá nhân tin tưởng vào *lời khuyên từ người môi giới chứng khoán* (46,8% người được hỏi) và *dịch vụ tư vấn* (chiếm 15,6%), thiếu số tin rằng *báo cáo tài chính* (chỉ chiếm 7,9%) và *tin đồn* (chiếm 0,4%). Các nhân tố còn lại có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư là *từ báo, bạn bè và người thân, tạp chí, nguồn khác (báo cáo thường niên, bản cáo bạch, báo cáo quản lý)*. Tương tự như vậy, nghiên cứu mới đây của Desoky (2010) (trích trong Al Sawalqa, 2012) cho thấy các nhà đầu tư cá nhân dựa nhiều nhất vào *thông tin tài chính từ nguồn điện tử* (1), tiếp theo là *báo và tạp chí chuyên ngành* (2) và thứ ba mới là *báo cáo thường niên* (3) khi ra quyết định đầu tư tại Hy Lạp.

Thêm vào đó, theo nghiên cứu của Al-Attar và Al-Khater (2007) ở Qatar, *các công bố của cơ quan nhà nước* (1), *báo, tạp chí* (2), *lời khuyên từ dịch vụ tư vấn* (3), *thăm công ty* (4), *lời khuyên từ người môi giới chứng khoán* (5), *lời khuyên từ bạn bè* (6), *tin đồn* (7) là những nhân tố có ảnh hưởng đến việc ra quyết định của các đối tượng liên quan. Gần đây, nghiên cứu của Norman (2012) cho thấy các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định mua chứng khoán của nhà đầu tư là *quảng cáo* (1), *suy đoán, tin đồn* (2), *bản chất sản phẩm của doanh nghiệp* (3), *thông tin tài chính* (4), *quản lý công ty* (5) theo mức độ ảnh hưởng giảm dần.

Ngoài ra, quyết định của nhà đầu tư còn dựa trên cơ sở xu hướng của *chỉ số thị trường chứng khoán*

(Abbad, 2012). Với việc sử dụng bảng hỏi và phân tích thống kê, Abbad (2012) đã tìm ra rằng các nhà đầu tư ngắn hạn dựa nhiều hơn vào chỉ số này khi ra quyết định, còn các nhà đầu tư dài hạn thì ngược lại.

Tóm lại, hầu hết các nghiên cứu đều cho thấy *báo cáo thường niên* là nguồn thông tin quan trọng trong việc ra quyết định của các đối tượng sử dụng thông tin nói chung và đặc biệt là các nhà đầu tư nói riêng. Tuy vậy, *báo cáo thường niên của các công ty* được cho là khó hiểu (Abu-Nassar và Rutherford, 1996; Al-Attar và Al-Khater, 2007) và thiếu hụt thông tin chi tiết và tri hoãn công bố (Mirshekary và Saudagaran, 2005). Chính vì vậy, các nhà đầu tư phải tập trung vào các nguồn khác để có được quyết định đầu tư đúng đắn như: *báo; công bố của cơ quan Nhà nước; lời khuyên từ bạn bè, người thân, đồng nghiệp, người môi giới chứng khoán, các nhà tư vấn; và thậm chí là từ tin đồn* (Al-Ajmi, 2009; Al-Razeen và Karbhari, 2004a, 2007; Baker và Haslem, 1973; Mirshekary và Saudagaran, 2005); và trong một số trường hợp thì các nguồn thông tin này còn được cho là quan trọng hơn *báo cáo thường niên*.

3. Phương pháp nghiên cứu

Tác giả đã thực hiện nghiên cứu định tính với hai phương pháp chủ yếu là phỏng vấn sâu và trao đổi nhóm. Các phỏng vấn được thực hiện trong vòng một (1) tháng, từ giữa tháng 11 năm 2013 đến giữa tháng 12 năm 2013, với nguyên tắc là phỏng vấn cho tới khi nào không còn thông tin mới thì mới dừng lại. Đối tượng được phỏng vấn trực tiếp là 19 người bao gồm các nhà đầu tư cá nhân, nhà đầu tư tổ chức, nhà phân tích tài chính, chuyên gia chứng khoán và các môi giới chứng khoán. Đối tượng trao đổi nhóm là một nhóm nhân viên môi giới chứng khoán gồm có 4 thành viên (nhân viên môi giới chứng khoán thường được tổ chức và quản lý theo nhóm tại các công ty chứng khoán). Thời gian phỏng vấn trung bình là 30 phút/cuộc phỏng vấn. Các cuộc phỏng vấn thường được thực hiện ngay tại văn phòng của các đối tượng được phỏng vấn sau giờ giao dịch trong ngày (sau 15.00 giờ).

Các đối tượng phỏng vấn đều là những người có am hiểu và kinh nghiệm đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam với số năm tham gia thị trường trung bình là 6.65 năm, cá biệt có những người tham gia ngay từ những ngày đầu thị trường mới đi vào hoạt động (từ năm 2000). Thông thường thì một đối tượng phỏng vấn thường tham gia thị

Bảng 1: Mô tả mẫu phỏng vấn

	Chuyên gia	Môi giới chứng khoán	Phân tích tài chính	Nhà đầu tư tổ chức	Nhà đầu tư cá nhân
<i>Trên 5 năm *</i>	2	10	6	2	18
<i>Dưới 5 năm *</i>		2		1	2

Ghi chú: *: Số năm kinh nghiệm.

Nguồn: Tác giả thống kê (2013).

trường với nhiều tư cách khác nhau, ví dụ như vừa là nhà đầu tư cá nhân vừa là người môi giới chứng khoán hay chuyên gia hay nhà phân tích chứng khoán; hoặc vừa là nhà đầu tư tổ chức đồng thời là nhà phân tích tài chính; và có trường hợp tham gia thị trường với cả bốn tư cách (Bảng 1).

Tác giả đã lựa chọn các đối tượng phỏng vấn đều là những nhân viên giỏi chuyên môn hoặc có vị trí ra quyết định tại các công ty chứng khoán và quỹ đầu tư (như MBS, HSC, VCSC, VN Direct, SHBC, Quỹ đầu tư Hàn Quốc,...). Như vậy, mẫu nghiên cứu hoàn toàn mang tính đại diện rất cao cho các đối tượng hiện đang tham gia thị trường chứng khoán Việt Nam.

Để thu được kết quả nghiên cứu tối ưu, tác giả đã thực hiện theo quy trình sau:

- *Bước 1:* Xây dựng bảng hỏi để phỏng vấn dựa trên các nghiên cứu trước đây;
- *Bước 2:* Tiến hành phỏng vấn sâu và thảo luận nhóm. Mỗi phỏng vấn được đánh số từ 01 trở đi;
- *Bước 3:* Kết quả thu được ở bước 2 được tập hợp lại và xử lý trên phần mềm QSR Nvivo phiên bản 10;
- *Bước 4:* Phân tích kết quả thu được phục vụ mục đích nghiên cứu.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Có sự ảnh hưởng khác nhau giữa nhóm “đầu tư” và nhóm “đầu cơ”

Trái ngược với cơ cấu của các thị trường chứng

khoán phát triển trên thế giới, phần lớn nhà đầu tư tham gia thị trường chứng khoán Việt Nam là nhà đầu tư cá nhân (14.434 tài khoản cá nhân, chiếm hơn 86%), trong khi số lượng nhà đầu tư tổ chức chỉ bằng 1/7 (2.243 tài khoản tổ chức) số lượng nhà đầu tư cá nhân (theo số liệu thống kê về số lượng TK mở tại TT lưu ký chứng khoán Việt Nam tính đến tháng 11 năm 2013). Qua các cuộc phỏng vấn với các môi giới chứng khoán cho thấy số lượng nhà đầu tư ngắn hạn (thường là trong vòng 1 năm) chiếm đa số và thường là nhà đầu tư cá nhân, họ vẫn được giới môi giới xếp vào nhóm “*đầu cơ*” (*trading*); và còn lại là số ít các nhà đầu tư dài hạn, họ thường là các nhà đầu tư tổ chức, có trình độ chuyên môn trong phân tích thị trường và được xếp vào nhóm “*đầu tư*” (*investment*).

Nhóm “*đầu cơ*” thường tham gia thị trường khi có “*sóng*” và hành động này được gọi là “*lướt sóng*” và ra quyết định đầu tư dựa vào tư vấn của môi giới, tin đồn, tâm lý bầy đàn, ít quan tâm đến thông tin công bố trên các *báo cáo thường niên* của doanh nghiệp niêm yết. Còn nhóm “*đầu tư*” thường dựa vào thông tin từ các *báo cáo thường niên* để phân tích giá trị nội tại của các công ty đại chúng khi ra quyết định đầu tư. Như vậy, nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư vào thị trường chứng khoán của các nhóm trên cũng khác nhau.

4.2. Các nhân tố có ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư

Với sự hỗ trợ của phần mềm QSR Nvivo.10, kết

Hình 1: Các nhân tố có ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư

BCTC	Chính sách vĩ mô	Sức khỏe nội tại của chính DN	Giá cổ phiếu	Cung - Cầu	Dòng tiền	Đội lái		Tâm lý đám đông	
						Kinh nghiệm bản thân	Tỷ lệ chia cổ tức		
							Môi giới chứng khoán	Ngành nghề kinh doanh	Không dựa vào
Thông tin nội bộ	Báo cáo phân tích của các công ty chứng khoán	Trao đổi trực tiếp với DN	Báo, đài, trang mạng có uy tín	Tin đồn					

Nguồn: Tác giả nghiên cứu (2013).

qua nghiên cứu cho thấy có rất nhiều các nhân tố có ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam (Hình 1).

Để dàng nhận thấy rằng, đa số đối tượng được phỏng vấn cho rằng các nhân tố sau đây có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư vào thị trường chứng khoán của họ: *Thông tin từ BCTC; Thông tin nội bộ; Chính sách vĩ mô; Báo cáo phân tích của các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư; Sức khỏe nội tại của chính công ty niêm yết; Trao đổi trực tiếp với doanh nghiệp niêm yết*. Các nhân tố ảnh hưởng như: *Giá cổ phiếu; Báo, đài, trang mạng có uy tín; Mối quan hệ cung-cầu trên thị trường; Tin đồn; Dòng tiền; Lời khuyên từ môi giới chứng khoán; Đội lái; Tâm lý đám đông; Kinh nghiệm của bản thân nhà đầu tư; Ngành nghề kinh doanh của công ty niêm yết; và Tỷ lệ chia cổ tức* được các đối tượng phỏng vấn đề cập đến ít hơn. Có một vài nhà đầu tư cho rằng *Tính thanh khoản của cổ phiếu* cũng có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của họ. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy một số ít các nhà đầu tư không bị ảnh hưởng bởi các nhân tố trên khi đưa ra quyết định đầu tư.

Kết quả nghiên cứu ở trên cho thấy đa số các nhân tố tác động đến quyết định của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam cũng là các nhân tố có ảnh hưởng đến các nhà đầu tư trên các thị trường chứng khoán khác tương tự đã được các nghiên cứu trước đây chỉ ra. Mặc dù vậy, các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhận thấy quyết định đầu tư của họ còn chịu tác động bởi các *chính sách vĩ mô* của Chính phủ Việt Nam, *Dòng tiền* và *Tính thanh khoản của cổ phiếu* niêm yết. Theo lý giải của các đối tượng được phỏng vấn thì *Dòng tiền* là hiện tượng khi có một lượng tiền lớn chảy vào thị trường chứng khoán hoặc một mã cổ phiếu nào đó. Ví dụ như theo Phỏng vấn 04,

“Quyết định mua, bán căn cứ vào lực mua, bán của các mã cổ phiếu trên thị trường (dòng tiền đang

chảy vào mã cổ phiếu nào – giá mã cổ phiếu đó đang tăng), ý nghĩa khác là căn cứ dòng tiền chảy vào thị trường chứng khoán, ví dụ lãi suất tiền gửi ngân hàng giảm, dòng tiền ra nhiều, tăng trưởng tín dụng, dòng tiền rẻ, đầu tư chứng khoán (tiền chảy vào thị trường chứng khoán)”.

Bên cạnh đó, trong các nghiên cứu trước đây xem xét sự ảnh hưởng của báo cáo thường niên, còn trong nghiên cứu này là BCTC-là bộ báo cáo cơ bản trong báo cáo thường niên. Có lẽ, với các nhà đầu tư được hỏi trong mẫu điều tra thì BCTC: thứ nhất, cung cấp những thông tin căn bản về tình hình tài chính và kinh doanh của công ty niêm yết; thứ hai, được cung cấp hàng quý; do đó có ảnh hưởng đến quyết định của họ hơn là báo cáo thường niên.

4.3. Các nhân tố có ảnh hưởng lớn đến quyết định của nhà đầu tư

Với câu hỏi: “Trong các nhân tố trên, những nhân tố nào có tác động nhiều đến việc ra quyết định của Anh (Chị)? Xin Anh (Chị) vui lòng cho biết lý do vì sao?”, tác giả đã tìm ra được BCTC được số người lựa chọn là nhiều nhất vì đây là “*nguồn thông tin chính thống*”, “*đáng tin cậy về mặt pháp lý*” và “*nội tại doanh nghiệp là mãi mãi*”. Tiếp đến, *Phân tích tài chính từ các công ty chứng khoán, Thông tin từ doanh nghiệp qua trang web của doanh nghiệp hoặc các diễn đàn, Chính sách vĩ mô* là các nhân tố có ảnh hưởng lớn đến quyết định đầu tư của rất nhiều nhà đầu tư. Các nhân tố như *Dòng tiền, Thông tin nội bộ, Tin đồn, Giá trị nội tại của doanh nghiệp* cũng là lựa chọn của một số ít nhà đầu tư. Cuối cùng, rất ít nhà đầu tư cho rằng *Cổ tức chia bằng tiền, Giá cổ phiếu, Lời khuyên từ môi giới chứng khoán, Ngành nghề kinh doanh, Động thái của các quỹ đầu tư nước ngoài, Kinh nghiệm đầu tư, Phương thức chia cổ tức (bằng cổ phiếu hay bằng tiền mặt), Tư vấn của môi giới chứng khoán* có ảnh hưởng nhiều đến việc ra quyết định đầu tư vào thị trường chứng khoán của họ (Hình 2).

Hình 2: Các nhân tố có ảnh hưởng nhiều nhất đến quyết định của nhà đầu tư

BCTC	Phân tích từ các công ty chứng khoán	Thông tin từ DN	Dòng tiền	Tin đồn	Cổ tức chia bằng tiền	Động thái của các quỹ đầu tư nước ngoài
		Chính sách vĩ mô	Thông tin nội bộ	Giá trị nội tại của DN	Giá cổ phiếu	Kinh nghiệm đầu tư
					Lời khuyên từ môi giới chứng khoán	Phương thức chia cổ tức
					Ngành nghề kinh doanh	Tư vấn của môi giới chứng khoán

Nguồn: Tác giả nghiên cứu (2013).

Tuy nhiên, vẫn còn tồn tại một số ý kiến trái chiều, ví dụ như đa số nhà đầu tư cho rằng *Phân tích tài chính từ các công ty chứng khoán* có ảnh hưởng lớn đến quyết định của họ thì một số người khác lại nói rằng: “*Các phân tích tài chính của các công ty chứng khoán không giúp ích gì nhiều cho việc ra quyết định vì thường các phân tích này không chính xác, chưa sâu; thường thì phân tích một đằng nhưng thị trường lại diễn biến một nẻo*” (Phòng vấn 02), “*phân tích tài chính của các công ty chứng khoán không được nhà đầu tư cá nhân quan tâm vì nhiều khi trái ngược với diễn biến thị trường. Họ mất lòng tin vào các báo cáo này*” (Phòng vấn 04).

Có một điều thú vị ở đây là các nhà đầu tư không thừa nhận rằng mình bị *tâm lý đám đông* chi phối khi ra quyết định. Một số người được hỏi cho rằng *tâm lý đám đông* có tồn tại trước đây (khoảng những năm trước 2006), nhưng hiện nay thì “*hiện tượng này rất ít xảy ra*”. Mặc dù vậy, rất nhiều nhà đầu tư thừa nhận rằng trên thị trường vẫn tồn tại các “*đội lái*” - hiện tượng một nhóm người chiếm tỷ lệ đầu tư lớn trên thị trường cùng nhau mua vào một số mã chứng khoán, làm cho giá các mã đó tăng lên. Hiện tượng này dựa trên nguyên lý: “*khi nhiều người nghĩ cùng một hướng thì giá cổ phiếu sẽ lên*” (Thuyết Keynes Contest). Sau khi cổ phiếu lên thì nhiều người do ảnh hưởng bởi tâm lý sẽ mua vào cổ phiếu mặc dù giá cao, nhưng họ kỳ vọng khi họ mua vào giá sẽ cao hơn nữa và họ kiếm được lời (tâm lý nhà đầu tư); tiếp đến là ảnh hưởng bởi yếu tố cung-cầu của thị trường (quy luật cung - cầu chi phối), số lượng người muốn mua nhiều hơn số người muốn bán, “*đến ngưỡng nhất định*”, “*đội lái*” chốt lời, bán cổ phiếu ra, nhà đầu tư khác mua vào; mua xong giá cổ phiếu có thể vẫn tiếp tục tăng do chính bản thân doanh nghiệp đó tốt, nhưng sau đó nó sẽ tăng chững lại hoặc giảm vì giá cổ phiếu không thể lên cao quá giá trị thực của doanh nghiệp; lúc đó mọi người lại ùn ùn bán ra, gây dư bán, kết quả là giảm nhanh, nhà đầu tư vào sau sẽ bị thua lỗ (được ví như “*gà đã được chần dốt*”). Mặc dù Nhà nước đã có những hình thức xử phạt nhất định đối với những cá nhân, tổ chức tham gia “*đội lái*”, nhưng có vẻ như các hình phạt chưa đủ răn đe các đối tượng vi phạm nên hiện tượng này vẫn diễn ra trên thị trường nhưng với tần suất ít hơn, vì một phần cũng do nhà đầu tư đã trưởng thành hơn qua nhiều lần vấp ngã.

Ngoài ra, động thái của các quỹ đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng lớn đến quyết định đầu tư trong

ngắn hạn của một đối tượng phỏng vấn, mặc dù nó không nằm trong các yếu tố có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư. Do vậy, cần kiểm định lại nhân tố này có thực sự ảnh hưởng lớn đến quyết định của nhà đầu tư hay không.

4.4. Mối quan hệ giữa Thông tin nội bộ và Tin đồn

Các nhà đầu tư cá nhân và kể cả môi giới chứng khoán rất tin tưởng vào *Tin đồn* vì theo kinh nghiệm của họ thì các tin đồn thường trở thành hiện thực ngay sau đó. Phần lớn trong số người được hỏi cho rằng các *Tin đồn* thường xuất phát từ *Thông tin nội bộ* doanh nghiệp bị rò rỉ. Tuy nhiên, lại có người được phỏng vấn cho rằng: “*thông tin nội bộ rất khó bị rò rỉ*” bởi vì các đối tượng nắm được các thông tin này sẽ “*không ai dại gì mà để rò rỉ thông tin*”. Họ không làm thế là vì hai lý do: thứ nhất, “*thông tin thường đi liền với lợi nhuận*”, nếu thông tin nội bộ bị lộ họ cũng là người chịu thiệt hại đầu tiên vì lợi ích của họ ở doanh nghiệp niêm yết thường là lớn; thứ hai, “*còn có các quy định xử phạt nếu làm rò rỉ thông tin*”. Như vậy, ý nghĩa của từ “*rò rỉ*” ở đây không được hiểu theo nghĩa đen mà được hiểu theo nghĩa bóng. Qua phân tích dữ liệu phỏng vấn, tác giả thấy rằng “*thông tin nội bộ rò rỉ*” tạo ra tin đồn là những thông tin do phán đoán của người phân tích tài chính, môi giới chứng khoán, nhà đầu tư khi họ dựa trên các phân tích thị trường chứng khoán, kinh nghiệm của bản thân và nguồn tin không chính thống từ bạn bè, người thân làm trong doanh nghiệp niêm yết. Ví dụ, có môi giới chứng khoán đã nói rằng: “*nhà đầu tư có thể cảm nhận được thông qua dòng tiền chảy vào chứng khoán. Có nhiều cổ phiếu được mua hay bán bởi các cổ đông lớn chứng tỏ sắp có thông tin ảnh hưởng đến giá cổ phiếu*”; sau đó, các môi giới chứng khoán trao đổi với đồng nghiệp trong công ty hoặc công ty khác và tư vấn lại cho các nhà đầu tư; như vậy sẽ tạo nên “*tin đồn*” trên thị trường. Có những tin đồn trở thành sự thật, có những tin đồn không trở thành sự thật. Tuy nhiên, nhà đầu tư “*đầu cơ*” vẫn dựa vào đây để ra quyết định vì mục đích của họ là “*lướt sóng*” – đầu tư ngắn hạn, được thì được rất nhiều nhưng mất thì cũng mất rất nhiều, họ chấp nhận rủi ro, chấp nhận quy luật: tỷ suất lợi nhuận cao luôn đi kèm với rủi ro lớn.

5. Kết luận

Theo nghiên cứu này, cũng như đa số các nghiên cứu trước đây thì *BCTC* là nguồn thông tin quan

trọng nhất có ảnh hưởng đến quyết định của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Thông tin nội bộ* là nguyên nhân chính tạo ra *Tin đồn* và gây ảnh hưởng đáng kể, cho thấy vấn đề về bảo mật thông tin, đạo đức nghề nghiệp còn chưa được chú trọng. Mặc dù vậy, *Lời khuyên từ nhân viên môi giới chứng khoán* lại không có ảnh hưởng nhiều hoặc *Báo cáo phân tích của Công ty chứng khoán* có ảnh hưởng đến quyết định của các nhà đầu tư nhưng vẫn còn có ý kiến trái ngược. Phải chăng các thông tin do công ty chứng khoán cung cấp chưa đủ độ tin cậy cũng như khách quan và chính xác để làm căn cứ đưa ra quyết định của nhà đầu tư.

Qua nghiên cứu này, tác giả thấy rằng, đa số các nhân tố có tác động đến quyết định của nhà đầu tư được tìm thấy ở thị trường chứng khoán Việt Nam là tương đồng với kết quả của các nghiên cứu trước đây trên thế giới. Tuy nhiên, cũng có một số nhân tố mới được phát hiện như: *Tình hình kinh tế - xã hội, chính sách vĩ mô, Dòng tiền, Tính thanh khoản của cổ phiếu, Động thái của các quỹ đầu tư nước ngoài*.

Ngoài ra, *Tâm lý đám đông* là một nhân tố có

thực sự ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư hay không khi mà đa số người được phỏng vấn trả lời là không nhưng họ lại đề cập đến hiện tượng “*đội lái*” tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tác giả hy vọng kết quả của nghiên cứu này sẽ phần nào có ích đối với các đối tượng tham gia thị trường chứng khoán, giúp họ thay đổi hành vi, chính sách nhằm mang lại các thông tin minh bạch, chính xác, kịp thời và thực sự hữu dụng hơn cho người sử dụng thông tin trong đó có các nhà đầu tư. Để làm được điều này, các công ty niêm yết cần chú trọng hơn đến các thông tin mà họ trình bày trên BCTC, hạn chế thông tin nội bộ rò rỉ; các công ty chứng khoán cần có những thay đổi để báo cáo phân tích của họ thực sự là công cụ giúp nhà đầu tư đưa ra các quyết định đúng đắn; các cơ quan quản lý nhà nước như Ủy ban chứng khoán Nhà nước, các Sở giao dịch chứng khoán cần có những chính sách xử lý cứng rắn hơn với những hành vi công bố thông tin sai trái, chậm công bố thông tin và hiện tượng “*đội lái*”. □

Tài liệu tham khảo

- Abbad, J.M. (2012), ‘Dependability of Financial Investors on Amman Stock Exchange Index’, *International Journal of Business and Management*, Tập 7, Số 9, Trang 141-157.
- Abu-Nassar, M. và Rutherford, B. A. (1996), ‘External Users of Financial reports in less developed countries: the case of Jordan’, *British Accounting Review*, Tập 28, trang 73-87.
- Al-Ajmi, J. (2009), ‘Investors’ use of corporate reports in Bahrain’, *Managerial Auditing Journal*, Tập 24, Số 3, trang 266-289.
- Al-Attar, J.M. và Al-Khater, K. (2007), ‘An empirical instigation of users’ views on corporate annual reports’, *International Journal of Commerce & Management*, Tập 17, Trang 312-325.
- Al-Razeen, A. và Karbhari, Y. (2004), ‘Annual corporate information: importance and use in Saudi Arabia’, *Managerial Auditing Journal*, Tập 19, Số 1, Trang 117-133.
- Al-Razeen, A. và Karbhari, Y. (2007), ‘An empirical investigation into the importance, use, and technicality of Saudi annual corporate information’, *Advances in International Accounting*, Tập 30, trang 55-74.
- Al Sawalqa, F. (2012), ‘Diferent Source of Corporate Financial Information and Investment Decision Opportunity: Evidence from Amman Stock Exchange (Jordan)’, *International Journal of Business and Management*, Tập 7, Số 7, trang 110-120.
- Anderson, A. (1981), ‘The usefulness of accounting and other information disclosed in corporate annual reports to institutional investors in Australia’, *Accounting and Business Research*, Tập 11, Số 44, trang 259-265.
- Baker, H.K. và Haslem, J.A. (1973), ‘Information needs of individual investors’, *The Journal of Accountancy*, Tập 136, Số 5, trang 64-69.
- Chandra, A. (2009), ‘Individual Investors’ Trading Behavior and the Competence Effect’, *The IUP Journal of Behavioral Finance*, Tập 6, Số 1, trang 56-70.
- Garling, T., Kirchler, E., Lewis, A. và Raai, F. (2010), *Association for Psychological Science: The psychology of*

financial decision making and economic crises, Psychology & Psychiatry Journal, Oct. 9, 2010, truy cập lần cuối ngày 21 tháng 3 năm 2012, từ <<http://db.vista.gov.vn:2239/pqcentral/docview/755524608/fulltext/13CFD98E9375A5C0B97/36?accountid=47774>>

- Mirshakary, S. và Saudagaran, S.M. (2005), "Perceptions and characteristics of financial statement users in developing countries: Evidence from Iran", *Journal of International Accounting Auditing & Taxation*, Tập 14, Trang 33-54.
- Naser, K., Nuseibeh, R. và Al-Hussaini, A. (2003), 'Users' perceptions of various aspects of Kuwait corporate reporting', *Managerial Auditing Journal*, Tập 18, trang 599-617.
- Ngô Thu Giang (2011), "Đánh giá hiệu quả các kênh công bố thông tin của công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số 165 (II), trang 58-62.
- Nguyễn Văn Phong (2009), 'Công bố thông tin của các công ty niêm yết', truy cập lần cuối ngày 21 tháng 5 năm 2011, từ <<http://www.hids.hochiminhcity.gov.vn/xemtin.asp?idcha=2657&cap=3&id=4716>>.
- Norman, A.S.K. (2012), 'The use of financial information in stock exchange investment decision making in capital markets in Tanzania: A case of Zanzibar', *International Journal of Marketing and Technology*, Tập 2, Số 3, Trang 14-25.
- Petroni, K.R. (2003), 'Discussion of Improving Financial Reports by Revealing the Accuracy of Prior Estimates', *Contemporary Accounting Research*, Spring, Tập 20, Số 1, trang 195-199.
- Schubert, R., Brown, M., Gysler, M. và Brachinger, H.W. (1999), 'Gender and Economic Transactions: Financial Decision Making: Are Women Really More Risk-Averse?', *The American Economic Review*, Tập 89, Số 2, Trang 381-385.
- Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (2013a), *Danh sách công ty vi phạm về công bố thông tin*, truy cập ngày 11 tháng 12 năm 2013, từ <<http://www.hsx.vn/hsx/Modules/webinfo/ViPhamCBTT.aspx>>.
- Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (2013b), *Danh sách công ty bị cảnh cáo*, truy cập ngày 11 tháng 12 năm 2013, từ <<http://www.hsx.vn/hsx/Modules/webinfo/ListCanhCao.aspx>>.
- Xinhua News Agency (2006), *Survey: 51% stock investors rely on FR*, truy cập lần cuối ngày 21 tháng 5 năm 2011, từ <<http://db.vista.gov.vn:2239/pqcentral/docview/452521943/fulltext/13CFD98E9375A5C0B97/13?accountid=47774>>.

Thông tin tác giả:

***Đặng Thị Thúy Hằng, Thạc sĩ**

- Tổ chức tác giả công tác: Bộ môn Kế toán tài chính, Viện Kế toán-Kiểm toán, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kế toán và Phân tích

- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả đã từng đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, *Tạp chí Nghiên cứu khoa học Kiểm toán*.

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: hangdt@neu.edu.vn

****Trần Thị Nam Thanh, Tiến sĩ**

- Tổ chức tác giả công tác: Bộ môn Kế toán tài chính, Viện Kế toán-Kiểm toán, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kế toán và Phân tích

- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả đã từng đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, *Tạp chí Nghiên cứu khoa học Kiểm toán*.

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: thanhtn@neu.edu.vn