

CÁC YẾU TỐ CƠ BẢN ẢNH HƯỞNG ĐẾN QUYẾT ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Lê Minh Lộc¹

Nguyễn Thu Hiền¹

TÓM TẮT

Nghiên cứu này nhằm mở “hộp đen” về mô hình định giá của nhà đầu tư cá nhân tại thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay nhằm nhận dạng các yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và sự thay đổi của giá cổ phiếu. Vì thế, nghiên cứu này sẽ là cơ sở tham khảo cho các nhà phân tích, đầu tư chứng khoán tại Việt Nam trong việc xác định mức giá chấp nhận cho cổ phiếu trong quyết định đầu tư. Kết quả nghiên cứu cho thấy đa phần nhà đầu tư Việt Nam hiện nay có kiến thức nền tảng về phân tích đầu tư chứng khoán và có khả năng vận dụng tốt các lý thuyết về phân tích cơ bản trong việc xác định mức giá cổ phiếu. Nghiên cứu cũng chỉ ra có năm nhóm yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến mức giá cổ phiếu của nhà đầu tư. Năm nhóm yếu tố đó là: Nhóm các yếu tố thuộc về kinh tế thế giới, yếu tố kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ, nhóm các yếu tố cơ bản liên quan đến cổ phiếu và thông tin giao dịch của cổ phiếu.

ABSTRACT

This study aims at opening the “black box” of asset pricing models of individual investors in Vietnamese stock market to identify the fundamental factors that affect stock prices. Therefore, this research is a helpful reference for analysts and individual investors in determining stock prices in Vietnam. The results show that most of individual investors have firm fundamental knowledge in pricing, and are able to apply pricing theories very well in predicting stock prices. This research also shows that there are five basic factors affecting stock prices, including news about world-wide economy, macroeconomic factors, monetary policy, and basic factors related to stock trading information.

1. Giới thiệu

Nếu như các nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cá nhân ngày nay không còn được thực hiện rộng rãi tại các quốc gia có thị trường tài chính phát triển, hoặc chỉ được thực hiện cách đây vài ba chục năm (Mỹ vào những năm 1970 - 1990), thì tại Việt Nam hiện nay khi đa số các giao dịch trên thị trường là do các nhà đầu tư cá nhân thực hiện, các nghiên cứu về hành vi đầu tư này rất quan trọng. Nghiên cứu này sẽ đóng góp một phần đáng kể trong việc mở hộp đen qui trình “xử lý thông tin, định giá cổ phiếu” của nhà đầu tư cá nhân tại Việt Nam, góp phần lý giải cho những ứng

xử của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong những năm đầu hoạt động.

Các nghiên cứu trước đây về các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến hành vi nhà đầu tư đã từng được thực hiện bởi Chugh và Meador (1984) đối với nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Mỹ vào năm 1984. Nghiên cứu đã chỉ ra các biến số quan trọng ảnh hưởng đến quyết định giá cổ phiếu của nhà đầu tư gồm: Triển vọng của ngành công nghiệp có liên quan, dự kiến thay đổi trong EPS và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, tiến triển của nền kinh tế nói chung trong dài hạn. Trong ngắn hạn,

¹Khoa Quản lý Công nghiệp, Đại học Bách khoa, Tp. Hồ Chí Minh

các yếu tố về tỷ lệ doanh thu trên tài sản (ROA), dự kiến thay đổi trong cổ tức và dự kiến tăng trưởng doanh thu là những yếu tố tác động đến quyết định của nhà đầu tư. Gần đây nhất là nghiên cứu của Tripathi (2007) về “Chiến lược đầu tư tại thị trường chứng khoán Ấn Độ”. Nghiên cứu dựa trên kết quả khảo sát nhà đầu tư cá nhân tại Delhi and Mumbai trong khoảng thời gian từ tháng 5/2007 đến tháng 10/2007. Kết quả nghiên cứu cho thấy có các yếu tố sau ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư cá nhân: Sự tăng trưởng hay suy thoái của kinh tế thế giới, sự ổn định của nền kinh tế Ấn Độ, các chỉ số sinh lợi và lợi nhuận thu về từ đầu tư của doanh nghiệp.

Trên cơ sở các nghiên cứu trước đây về hành vi nhà đầu tư và dựa trên sự quan sát và tìm kiếm thông tin của tác giả, chưa có một nghiên cứu chính thức và hoàn chỉnh nào về các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến quyết định giá cổ phiếu của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trước tình hình đó, nghiên cứu này được xây dựng nhằm tìm hiểu các yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến quyết định giá cổ phiếu của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu được thực hiện bằng cách phát bảng câu hỏi khảo sát trực tiếp đến nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam tại địa bàn Tp.HCM trong khoảng thời gian từ tháng 11/2009 đến tháng 12/2009.

2. Cơ sở lý luận

Nghiên cứu này được thực hiện dựa vào các mô hình lý thuyết có liên quan đến định giá, mà trong đó chủ yếu nhắm đến định giá vốn cổ đông, định giá cổ phiếu. Quy trình định giá thông thường gồm các bước cơ bản: (1) **phân tích kinh doanh** gồm các nội dung phân tích môi trường kinh tế vĩ mô, môi trường cạnh tranh ngành, năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp, tiềm năng phát triển kinh doanh của doanh nghiệp; (2) **phân tích định giá**

gồm các phương pháp định giá theo triển vọng tương lai, phương pháp định giá so sánh, phương pháp định giá thanh lý. Các nội dung phân tích này dựa trên một giả định quan trọng về thị trường, **giả định thị trường hiệu quả**, trong đó khả năng kinh doanh chênh lệch giá và tâm lý nhà đầu tư là các giả định trọng yếu trong định giá cổ phiếu. Nội dung phần này của bài viết sẽ lần lượt trình bày các cơ sở lý luận quan trọng trên.

Phân tích kinh doanh

Phân tích kinh doanh là bước phân tích cơ bản ban đầu của định giá, trong đó nhà đầu tư sử dụng phương pháp từ vĩ đến vi mô. Cụ thể nhà đầu tư sẽ đánh giá tiềm năng phát triển của nền kinh tế, có thể tập trung vào các số liệu quá khứ và dự báo vĩ mô về các biến cơ bản của kinh tế bao gồm tăng trưởng kinh tế (tăng trưởng GDP), lạm phát, lãi suất. Từ cái nhìn tổng quan này, có thể đi tiếp đến việc chọn các ngành, lĩnh vực kinh doanh tiềm năng, là các ngành được dự báo có nhu cầu cao, tiềm năng phát triển thị trường lớn, có mức độ cạnh tranh vừa phải, chi phí đầu vào ổn định,... Mô hình năm tác lực cạnh tranh của Michael Porter (1980) đã chỉ ra rằng mức độ hấp dẫn của ngành phụ thuộc vào năm yếu tố, cụ thể mức độ hấp dẫn của ngành sẽ cao nếu: mức độ cạnh tranh hiện tại thấp, các rào cản đối với các đối thủ mới cao, khả năng thương lượng của nhà cung cấp thấp, khả năng thương lượng của khách hàng thấp, số lượng các sản phẩm thay thế thấp. Mô hình này là một công cụ hữu hiệu trong việc xác định một ngành nghề, lĩnh vực tiềm năng cho đầu tư.

Bước tiếp theo là từ ngành tiềm năng, nhà đầu tư sẽ chọn ra doanh nghiệp được đánh giá là tốt, có triển vọng. Một vài trong số năm tác lực của mô hình của M. Porter có thể tiếp tục được sử dụng trong bước phân tích này. Ví dụ các doanh nghiệp có năng lực cao trong thương lượng với nhà cung cấp (là các doanh nghiệp có doanh số

lớn, do vậy có các đơn đặt hàng nhà cung cấp với số lượng lớn nên thường xuyên được hưởng ưu đãi, chiết khấu) và có năng lực cao trong thương lượng với khách hàng (là các doanh nghiệp có mạng lưới phân phối lớn, có dịch vụ tốt, sản phẩm có uy tín chất lượng, có vị thế cạnh tranh cao trong thị trường, do vậy có khả năng định giá bán cao mà không sợ mất khách hàng) sẽ là các doanh nghiệp tiềm năng cho đầu tư. Ngoài ra các đặc điểm khác của doanh nghiệp cũng sẽ là tâm điểm chú ý khi phân tích đó là tiềm năng phát triển trong tương lai được quyết định bởi chính sách đầu tư phát triển sản phẩm, dịch vụ, mạng lưới phân phối... Kết quả của bước phân tích kinh doanh là chọn ra một hoặc một vài doanh nghiệp tiềm năng để đầu tư. Bước tiếp theo và quan trọng là bước định giá, nó giúp nhà đầu tư quyết định một mức giá chấp nhận trả cho doanh nghiệp dự định đầu tư.

Phân tích định giá

Lý thuyết định giá doanh nghiệp khá phát triển, từ đó ba phương pháp định giá chính được rút trích ra gồm Phương pháp chiết khấu dòng tiền, Phương pháp định giá so sánh và Phương pháp định giá thanh lý.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (Discounted Cash Flows - DCF)

DCF là một cách thức để đánh giá mức độ hấp dẫn của một cơ hội đầu tư. Các nhà phân tích thường dùng phương thức này để quy dòng tiền tương lai của một dự án cụ thể về giá trị hiện tại từ đó đánh giá được mức độ khả thi của một dự án đầu tư. Nếu như dòng tiền tương lai sau khi qua chiết khấu có giá trị lớn hơn chi phí đầu tư hiện tại của dự án thì đây có thể sẽ là một cơ hội đầu tư tốt. Công thức thường dùng là:

$$PV = FCF_1/(1+k) + FCF_2/(1+k)^2 + \dots + [TFCF/(k-g)]/(1+k)^n$$

Trong đó, PV là giá trị hiện tại, FCF_1 là dòng tiền tự do (free cash-flow), k là

lãi suất chiết khấu, TFCF = giá trị dòng tiền tự do còn lại vào cuối thời kỳ dự báo (terminal free cash-flow), g là tốc độ tăng trưởng, được giả định là ổn định liên tục trong suốt thời gian dự báo, và n là số năm dự báo trong mô hình định giá. Trong công thức trên, thành phần $[TFCF/(k-g)]/(1+k)$ được gọi là giá trị cuối cùng, đại diện cho giá trị của dòng tiền tăng trưởng vững bền từ sau thời kỳ dự báo, tức là từ n đến ∞ .

Theo DCF thì để xác định được giá trị của doanh nghiệp cần phải xác định được khoảng thời gian dự báo, là khoảng thời gian mà các giá trị dự báo là có thể tiên đoán khá chính xác (thường là 5-10 năm đối với các doanh nghiệp đã tương đối vững mạnh), sau đó ước lượng các dòng tiền tự do, xác định mức chiết khấu hợp lý, ước đoán mức tăng trưởng vững bền của doanh nghiệp và xác định giá trị cuối cùng vào cuối kỳ dự báo. Trong việc xác định dòng tiền tự do, tăng trưởng của doanh thu trong tương lai thường là con số dự báo quan trọng nhất, vì hầu hết qui mô, mức độ hoạt động, chi phí, các dòng tiền của doanh nghiệp đều thay đổi theo doanh thu; kể đến là các giả định quan trọng về chính sách tài chính (chính sách trả cổ tức, vay trả nợ, phát hành, mua lại cổ phiếu), chính sách đầu tư (chi đầu tư mua mới tài sản, đầu tư các dự án) vì chúng trực tiếp ảnh hưởng đến dòng tiền tự do của doanh nghiệp.

Trong việc xác định mức chiết khấu hợp lý, các biến quan trọng ảnh hưởng đến mức chiết khấu bao gồm lạm phát, lãi suất, và mức độ rủi ro của doanh nghiệp. Theo Fisher (1930), lạm phát trực tiếp ảnh hưởng đến mức lãi suất trên thị trường, từ đó ảnh hưởng lên mặt bằng chung về suất sinh lợi mà nhà đầu tư yêu cầu. Ngoài ra mức chiết khấu hợp lý cho một doanh nghiệp cụ thể còn phụ thuộc vào mức độ rủi ro của doanh nghiệp, được quyết định bởi rủi ro kinh doanh (đến từ yếu tố cạnh tranh, yếu tố thị trường) và rủi ro tài chính

(đến từ yếu tố đòn cân nợ). Nếu đối tượng định giá là một doanh nghiệp đã được niêm yết trên thị trường chứng khoán, dữ liệu quá khứ của cổ phiếu sẽ là một cơ sở cho việc ước tính mức chiết khấu hợp lý theo các mô hình định giá tài sản, mà trong đó mô hình CAPM, phát triển bởi Sharpe, Treynor, Lintner (1965), được sử dụng phổ biến nhất vì tính chất đơn giản của nó.

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Trong đó β là hệ số rủi ro hệ thống của cổ phiếu, R_m là suất sinh lợi của thị trường, R_f là suất sinh lợi phi rủi ro, và K_e là mức chiết khấu hợp lý đã được điều chỉnh với rủi ro.

Mức tăng trưởng vững bền của doanh nghiệp (g – growth rate) là mức tăng trưởng được giả thiết sẽ duy trì vĩnh cửu sau giai đoạn dự báo (từ năm n đến ∞). Việc xác định một mức tăng trưởng vững bền hợp lý có vai trò tối quan trọng trong định giá vì nó tác động đến dòng tiền tự do trong khoảng thời gian dài nhất (từ năm n đến ∞). Mức tăng trưởng vững bền này được xác định dựa vào các dự báo về vị thế cạnh tranh, tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp trong tương lai dài, khi mà ngành và các dự án của chính doanh nghiệp đã đi vào hoạt động ổn định. Vì tính chất quan trọng của biến này đối với kết quả dự báo, trong khi khả năng ước tính nó lại thấp nên kết quả dự báo thường rất nhạy cảm. Cuối cùng là bước áp dụng mức tăng trưởng vững bền vào để ước tính giá trị cuối cùng. Lấy giá trị hiện tại PV chia cho số cổ phần đang lưu hành của doanh nghiệp ta sẽ được giá trị hợp lý của mỗi cổ phần.

Những kỹ thuật định giá chiết khấu dòng tiền này là sự lựa chọn hiển nhiên trong định giá vì chúng là hình ảnh thu nhỏ của qui trình định giá. Sự khác biệt lớn trong kỹ thuật định giá là dòng tiền nào sẽ được sử dụng. Cụ thể, có các khái niệm dòng tiền được sử dụng như sau: dòng cổ tức (tương xứng là Mô hình chiết

khấu dòng cổ tức – Dividend Discounted Model), dòng tiền tự do của doanh nghiệp (tương xứng là Mô hình chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp – Free Cash Flows to Firm), và dòng tiền tự do của cổ đông (tương xứng là Mô hình chiết khấu dòng tiền tự do của cổ đông – Free Cash Flows to Equity).

Phương pháp định giá so sánh

Ngược lại với kỹ thuật chiết khấu dòng tiền để cố gắng dự đoán giá trị nội tại của cổ phần dựa vào việc ước lượng dòng tiền, tỷ lệ chiết khấu, tỷ lệ tăng trưởng, kỹ thuật định giá so sánh cho rằng có thể xác định giá trị một tài sản tài chính (một trái phiếu, cổ phiếu, chứng khoán) bằng cách so sánh những tài sản giống nhau trên cơ sở những tỷ lệ tương đối giữa các biến mà được tin rằng có tác động và giải thích giá trị các tài sản này như là thu nhập, dòng tiền, giá trị sổ sách, doanh thu. Các tỷ lệ được sử dụng phổ biến trong phương pháp này bao gồm: giá/thu nhập – P/E, giá/dòng tiền – P/CF, giá/giá trị sổ sách – P/BV, giá/doanh số – P/S, trong đó tỉ lệ P/E được sử dụng phổ biến nhất. Để phương pháp này thực sự hữu dụng, đem lại kết quả định giá tin cậy, việc chọn lựa doanh nghiệp tương đồng là tối quan trọng (Vũ Phúc Thịnh & Nguyễn Thu Hiền, 2010). Các tiêu chí tương đồng bao gồm: trong cùng ngành, lĩnh vực kinh doanh, có cùng qui mô hoạt động, cùng qui mô đầu tư.

Phương pháp định giá thanh lý

Phương pháp này còn được gọi là phương pháp định giá theo giá trị tài sản, vì nó dựa trên triết lý là doanh nghiệp thực ra là một tập hợp của nhiều tài sản khác nhau (ngay cả dự án mà doanh nghiệp đang theo đuổi cũng là một tài sản). Do vậy giá trị của doanh nghiệp trong tình huống xấu nhất (khi bị thanh lý và từng tài sản được bán riêng biệt, tách rời với nhau) phải bằng giá trị của từng tài sản mà doanh nghiệp sở hữu. Phương pháp định

giá này do vậy nhằm vào định giá từng tài sản riêng biệt hơn là xem xét đến tính liên kết tổng thể cũng như giá trị của việc vận hành doanh nghiệp. Tuy nhiên trong phương pháp này, giá trị của việc vận hành doanh nghiệp phần nào vẫn được xem xét, bằng cách tính riêng và thường được gọi là giá trị lợi thế (goodwill). Giá cổ phiếu của công ty có thể được tính theo phương pháp tổng quát sau:

Giá CP = (Giá trị TS ròng + Giá trị lợi thế)/Tổng số CP đang lưu hành

Phương pháp này thường được sử dụng để tính toán giá tham chiếu và so sánh. Ở Việt Nam, phương pháp này được áp dụng phổ biến cho các doanh nghiệp nhà nước thực hiện cổ phần hoá, cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, có quy mô tài sản hợp lý, chủ yếu là các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh, các doanh nghiệp mà tài sản như máy móc, nhà xưởng, phương tiện vận tải, trang thiết bị... đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển nói chung của doanh nghiệp. Tuy nhiên, giá trị tài sản ròng của công ty dù được định giá chính xác đến đâu cũng chỉ thể hiện giá trị thanh lý của công ty, trong khi đó đối với người đầu tư mua CP thì tương lai của công ty mới là điều đáng quan tâm hơn cả.

Điều kiện thị trường hiệu quả

Trong định giá, điều kiện thị trường hiệu quả là điều kiện tối quan trọng để giá cổ phiếu thể hiện giá trị nội tại của chúng (intrinsic value). Giả thuyết thị trường hiệu quả lần đầu tiên được Eugen Fama đưa ra vào những năm 1970 trong một bài báo viết trên tạp chí Journal of Finance với tựa đề Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Lý thuyết thị trường hiệu quả là một trong những lý thuyết chính thống, nền tảng của ngành tài chính. Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, lý thuyết này lại càng tỏ ra mạnh hơn bất kỳ lý thuyết nào, nó là kim chỉ nam cho nhiều nhiều nhà phân

tích chứng khoán trong việc tìm hiểu về ứng xử của giá chứng khoán. Thị trường hiệu quả là nơi mà tại bất kỳ thời điểm nào, tất cả các thông tin mới đều được những người tham gia thị trường nắm bắt và tức thì được phản ánh vào trong giá cả thị trường, thông qua các hoạt động kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage activities) của những người ra quyết định sáng suốt (rationale investors). Tính hiệu quả của thị trường biểu hiện ở các cấp độ khác nhau tùy thuộc vào loại thông tin được phản ánh trong giá chứng khoán. Theo đó, tính hiệu quả của thị trường được phân chia ra thành ba cấp độ hiệu quả: Thị trường hiệu quả dạng yếu, thị trường hiệu quả dạng trung bình và thị trường hiệu quả dạng mạnh.

Tuy vậy giả thuyết thị trường hiệu quả không giải thích được một cách thuyết phục các điều kiện thị trường khi mà có những phản ứng thái quá (overreaction) hoặc chậm trễ (underreaction) của thị trường đối với các loại thông tin. Ví dụ khủng hoảng tài chính 2008 đã chứng kiến phản ứng thái quá qua một tuần sụt giảm lịch sử của các chỉ số chứng khoán Mỹ, trong tuần lễ từ 6/10 đến 10/10/2008 Dow Jones giảm 18%, S&P 500 giảm 20% và ngày 10/10/2008 đánh dấu ngày có kỷ lục lớn nhất về khối lượng giao dịch của NYSE. Trong những trường hợp đó, lý thuyết thị trường hiệu quả truyền thống nhường chỗ cho các lý thuyết hành vi tài chính (behavioral finance theories).

Lý thuyết tài chính hành vi được xây dựng dựa trên nền tảng của tâm lý học, tìm kiếm để bổ sung cho lý thuyết tài chính truyền thống bằng cách đi sâu phân tích các qui trình phát triển hành vi đối với quá trình quyết định mua/bán cũng như quyết định giá của nhà đầu tư. Lý thuyết tài chính hành vi hiện nay đang trở thành một đối trọng lớn của thuyết thị trường hiệu quả, thường được dùng để giải thích các hiện tượng bất thường trong thị trường chứng khoán như bong bóng thị trường (bub-

bles), và khủng hoảng (burst).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Từ mục tiêu nghiên cứu, tác giả xác định thông tin cần thu thập là thông tin về các yếu tố ảnh hưởng đến mức giá nhà đầu tư ước định trong quá trình đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Phần thông tin sơ cấp được thu thập qua 2 bước: Nghiên cứu định tính và Nghiên cứu định lượng.

Nghiên cứu định tính được tiến hành thông qua phỏng vấn sâu nhằm mục đích nhận diện các yếu tố tác động đến mức giá mà nhà đầu tư dự đoán cũng như mức giá mà họ chấp nhận khi giao dịch cổ phiếu. Thời gian phỏng vấn trong vòng 20 - 30 phút, dưới hình thức phỏng vấn trực tiếp. Đối tượng tham gia phỏng vấn gồm hai chuyên gia (làm việc tại Công ty Cổ phần Chứng khoán Tp.HCM) và ba nhà đầu tư cá nhân (có am hiểu về tài chính, đầu tư chứng khoán với kinh nghiệm đầu tư từ 3 năm trở lên). Kết quả của giai đoạn nghiên cứu này được sử dụng để thiết kế bảng câu hỏi cho giai đoạn thu thập dữ liệu phục vụ nghiên cứu định lượng.

Bước tiếp theo là nghiên cứu định lượng được thực hiện bằng cách phát bảng câu hỏi khảo sát cho nhà đầu tư tại các sàn giao dịch, các lớp học về chứng khoán trên địa bàn Tp.HCM và khảo sát trực tuyến thông qua các diễn đàn về đầu tư chứng khoán. Bảng câu hỏi được chia làm ba phần. Phần đầu tiên hỏi về các thông tin liên quan đến đầu tư như kinh nghiệm đầu tư, chiến lược đầu tư, thời gian nắm giữ cổ phiếu, ... Phần thứ hai, nhà đầu tư được yêu cầu trả lời các câu hỏi về các yếu

tố ảnh hưởng đến quy trình ra quyết định đầu tư, mức độ ảnh hưởng của các yếu tố đó lên giá cổ phiếu và sự thay đổi của giá cổ phiếu khi có thông tin về các yếu tố cơ bản. Phần thứ ba sẽ bao gồm các câu hỏi về thông tin cá nhân nhà đầu tư như: Độ tuổi, trình độ học vấn, giới tính, mức thu nhập hàng tháng...

3.2. Kế hoạch phân tích dữ liệu

Quá trình phân tích dữ liệu được tiến hành theo trình tự gồm hai bước chính. Thứ nhất, phân tích tần suất các biến phân loại để có thống kê chung về tổng thể mẫu, và nhận xét về tính đại diện của mẫu. Thứ hai, phân tích nhân tố cho các biến thuộc phần thông tin thứ hai (về các yếu tố ảnh hưởng đến quy trình ra quyết định đầu tư) nhằm tìm ra nhóm các nhân tố tác động đến giá cổ phiếu của nhà đầu tư. Riêng các câu hỏi về sự thay đổi của giá cổ phiếu khi có thay đổi về các yếu tố cơ bản sẽ được dùng trong phân tích mô tả để tìm hiểu chiều tác động của chúng lên giá cổ phiếu.

4. Kết quả nghiên cứu

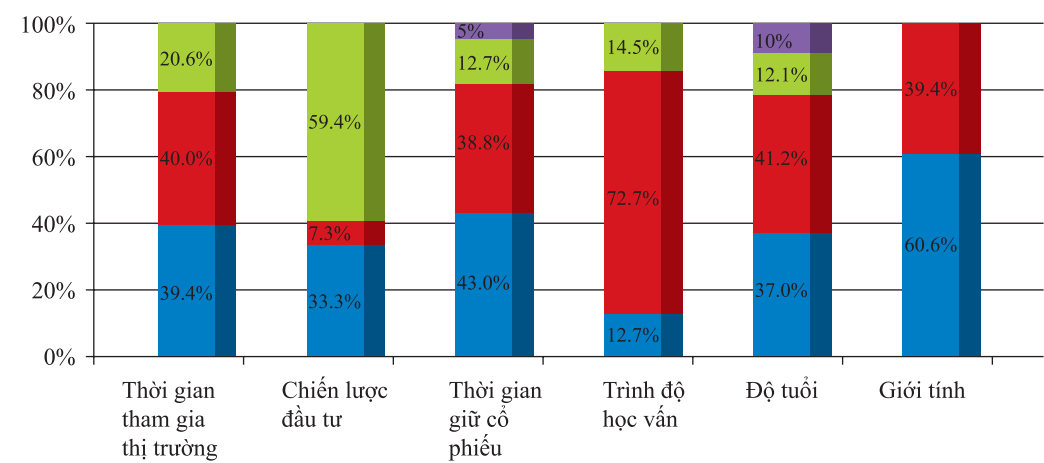
4.1. Đặc trưng mẫu nghiên cứu

Kết quả thu về tổng cộng có 165 mẫu khảo sát. Cụ thể:

- Số lượng bảng câu hỏi phát ra tại các công ty chứng khoán và các lớp học chứng khoán là 120 bảng, kết quả thu về 98 bảng, trong đó có 86 bảng hợp lệ, 12 bảng không hợp lệ.
- Khảo sát trực tuyến có tất cả 105 lượt người tham gia trả lời, trong đó có 79 bảng trả lời hợp lệ, 26 bảng không hợp lệ do trả lời thiếu nhiều thông tin.

Dưới đây là biểu đồ thống kê đặc điểm của mẫu nghiên cứu:

Hình 4.1 Kết quả thống kê mô tả mẫu



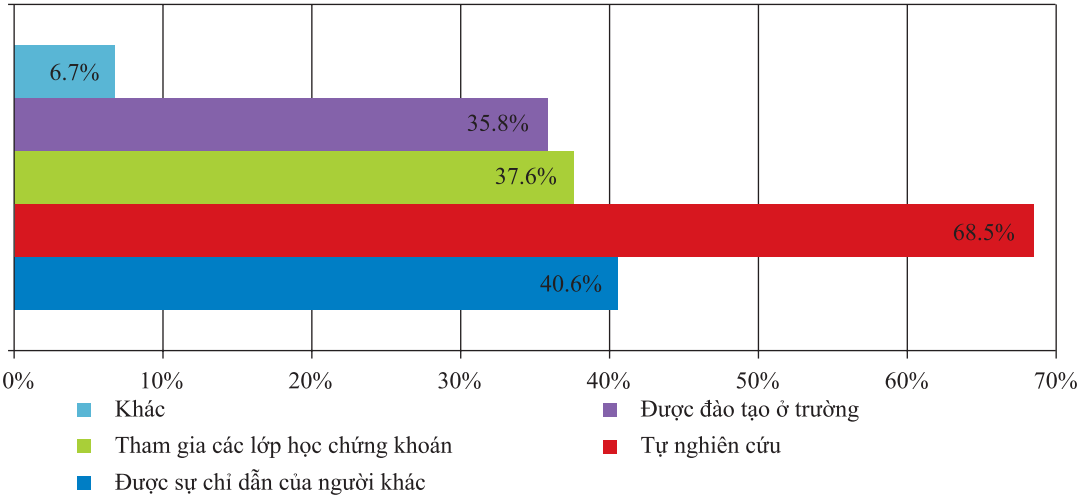
Trong số 165 nhà đầu tư tham gia trả lời, 39,4% có thời gian tham gia thị trường dưới 1 năm, 40% tham gia từ 1 – 3 năm và chỉ có 20,6% tham gia trên 3 năm. Những nhà đầu tư có thời gian tham gia thị trường càng lâu thì nhà đầu tư càng có nhiều kinh nghiệm và tâm lý vững vàng hơn so với nhà đầu tư mới tham gia vào thị trường. Đáng chú ý trong kết quả này có gần 60% là những nhà đầu tư chọn chiến lược kết hợp giữa đầu tư ngắn hạn và đầu tư dài hạn, chỉ có 7,3% nhà đầu tư theo chiến lược đầu tư dài hạn và còn lại 33,3% nhà đầu tư theo chiến lược đầu tư ngắn hạn. Thời gian giữ cổ phiếu của nhà đầu tư cá nhân hiện nay phổ biến ở mức dưới 1 tháng với tỷ lệ 43%, ở mức dưới 3 tháng chiếm 81,8% mẫu nghiên cứu và

còn lại 17,7% nhà đầu tư giữ cổ phiếu trên 3 tháng.

Đối với các biến nhân khác: tỷ lệ nam, nữ trong mẫu khảo sát lần lượt là 60,6% và 39,4%; độ tuổi nằm trong mẫu khảo sát còn khá trẻ khi có tới 78,2% nhà đầu tư có độ tuổi dưới 35; về mặt trình độ học vấn nhóm nhà đầu tư có trình độ dưới đại học chiếm một tỷ lệ khá khiêm tốn ở mức 12,7%, điều này cho thấy những thành phần như “anh nông dân chơi chứng khoán” ở thời điểm thị trường lên đỉnh năm 2007 đã dần bị thị trường đào thải.

Dưới đây là biểu đồ thống kê cho biết nguồn kiến thức chứng khoán mà nhà đầu tư có được (lưu ý là câu hỏi có nhiều trả lời nên tổng các tỉ lệ sẽ lớn hơn 100%).

Hình 4.2 Kiến thức chứng khoán nhà đầu tư có được



Kiến thức chứng khoán đa số nhà đầu tư có được chủ yếu là do tự nghiên cứu (68,5% ý kiến) hoặc được sự chỉ dẫn, tư vấn từ người khác (40,6% ý kiến). Các thống kê trên cho thấy mẫu nghiên cứu này có tính đại diện cho tổng thể các nhà đầu tư cá nhân của thị trường chứng khoán Việt Nam.

4.2. Nhận diện các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu

Phương pháp phân tích nhân tố khám phá (EFA – Exploratory Factor Analysis)

được sử dụng trong phần phân tích này nhằm tìm hiểu các yếu tố tiềm ẩn có ảnh hưởng đến quá trình định giá của nhà đầu tư. Phân tích nhân tố khám phá được tiến hành hai lần để tìm ra kết quả đo lường đáng tin cậy thể hiện trong bảng dưới. Kết quả cho thấy có năm nhóm nhân tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và các giá trị trọng số nhân tố đều lớn hơn 0.6 (thấp nhất là 0.691). Bên cạnh đó các hệ số Cronbach’s alpha của cả 5 nhóm nhân tố đều lớn hơn 0.6, điều này chứng tỏ thang đo đạt độ tin cậy cao.

Bảng 4.1: Kết quả phân tích nhân tố khám phá về các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu

Các biến thành phần	Các nhân tố khám phá					Cronbach's Alpha
	Nhóm 1	Nhóm 2	Nhóm 3	Nhóm 4	Nhóm 5	
Thông tin giao dịch cổ phiếu của NDT NN, NDT tổ chức	.808					.749
Các tin đồn liên quan đến công ty, cổ phiếu niêm yết	.807					
Thông tin giao dịch của nhà quản lý chủ chốt, ban quản trị công ty	.734					
Lãi suất		.785				.677
Lạm phát		.769				
Tỷ giá hối đoái		.722				
Sự tăng giảm của các chỉ số chứng khoán			.904			.779
Tăng trưởng kinh tế khu vực và thế giới			.835			
Tình hình tài chính của công ty thông qua phân tích các BCTC				.722		.601
Thông tin về chia cổ tức, thưởng cổ phiếu hay tăng vốn điều lệ				.718		
Cổ phiếu thuộc ngành nào				.691		
Các gói kinh cầu của Chính Phủ					.867	.676
Tiến triển kinh tế của Việt Nam					.795	

Như vậy từ kết quả nghiên cứu dữ liệu ở trên, các nhân tố giải thích sự thay đổi của mức giá cổ phiếu được tóm tắt như sau:

Nhóm thứ nhất, nhóm **Thông tin**, bao gồm các biến thông tin giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài, nhà quản lý chủ chốt của công ty và đặc biệt là yếu tố tin đồn. Thực tế cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam rất nhạy cảm với các thông tin về tình hình giao dịch mua bán của các tổ chức nước ngoài mặc dù mức độ các giao dịch này không lớn, không phản ánh đúng diễn biến vĩ mô của kinh tế trong nước. Ngoài ra, tình trạng giá cổ phiếu dao động vì các thông tin không chính thống là một vấn đề thách thức lớn cho các nhà quản lý trong vấn đề quản lý thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay.

Nhóm thứ hai, nhóm **Chính sách tiền tệ** gồm lãi suất, lạm phát, tỷ giá hối đoái. Thực tiễn cho thấy nhà đầu tư ngắn hạn có phản ứng tức thì trước sự thay đổi của các chính sách tiền tệ. Như thời điểm tháng 5/2008 khi mà chính sách thắt chặt tiền tệ được áp dụng để chống lạm phát, biến động tỷ giá ngoại tệ tăng cao (so với tháng 4/2008, CPI tăng 3,91% đưa mức tăng CPI 5 tháng đầu năm 2008 lên 15,96%, nhu cầu nắm giữ USD tăng đột biến khiến tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do tăng mạnh chỉ trong vài ngày) khiến cung tiền vào thị trường chứng khoán giảm đã ảnh hưởng không nhỏ đến tâm lý của nhà đầu tư dẫn đến hiện tượng bán tháo cổ phiếu ở một mức giá rẻ đáng kể.

Nhóm thứ ba là các yếu tố thuộc về **Tình hình kinh tế thế giới**, nhóm này bao gồm 2 yếu tố, đó là sự tăng trưởng kinh tế của khu vực, thế giới và sự tăng giảm của các chỉ số chứng khoán thế giới. Sự tăng trưởng hay suy thoái của kinh tế thế giới ít nhiều có ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán. Điển hình là trong giai đoạn tháng 10/2008 dù kết quả kinh doanh quý 3 của các doanh nghiệp rất khả quan nhưng nỗi

lo về cuộc khủng hoảng tín dụng xuất phát từ Mỹ và đang lan rộng trên toàn thế giới đã khiến nhà đầu tư hoang mang. Chính sự ảnh hưởng từ các tin tức tài chính quốc tế là một phần ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư và khiến chỉ số VN-Index từ mức 483 điểm hồi đầu tháng giảm chỉ còn 345 điểm, gần 29% giá trị.

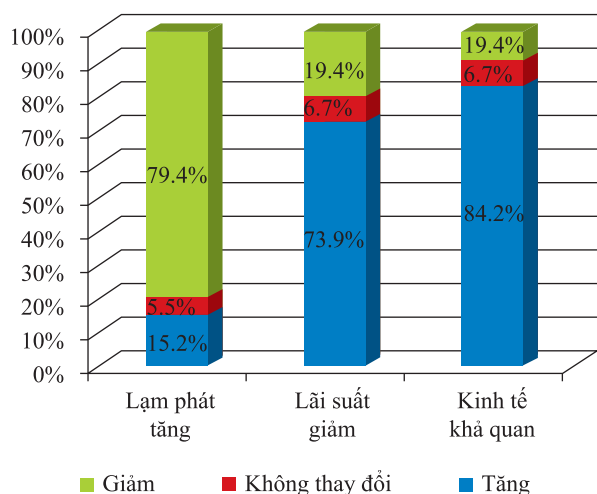
Nhóm thứ tư là **Yếu tố cơ bản của cổ phiếu** bao gồm cổ tức, tình hình tài chính của công ty và ngành hoạt động. Có thể nói đây là nhóm yếu tố nền tảng giúp thị trường tăng trở lại sau những giai đoạn giảm mạnh và góp phần ổn định tâm lý nhà đầu tư. Cuối cùng, nhóm thứ năm, **Yếu tố kinh tế vĩ mô** bao gồm các biến như triển vọng phát triển kinh tế Việt Nam và các gói kích cầu kinh tế của chính phủ.

4.3. Tác động của các yếu tố lên giá cổ phiếu ước tính

Trong phần tiếp theo, nghiên cứu sẽ tập trung vào khảo sát chiều tác động của các yếu tố lên giá cổ phiếu.

Sự thay đổi của giá cổ phiếu khi có thông tin về chính sách tiền tệ, kinh tế vĩ mô

Hình 4.3: Nhóm chính sách tiền tệ, kinh tế vĩ mô



Khi được hỏi giá cổ phiếu sẽ thay đổi như thế nào khi lạm phát tăng thì có đến gần 80% nhà đầu tư cho rằng giá cổ phiếu sẽ giảm. Điều này có thể giải thích là do khi lạm phát tăng thì suất sinh lợi

yêu cầu của nhà đầu tư cao hơn, từ đó làm giá cổ phiếu giảm. Điều này có thể chưa hẳn đúng theo lý thuyết, vì khi lạm phát tăng, giá đầu ra của doanh nghiệp cũng tăng lên, có thể hoàn toàn hoặc phần nào bù đắp được sự gia tăng của giá đầu vào và suất sinh lợi yêu cầu của nhà đầu tư, và vì thế có thể không làm giảm giá cổ phiếu. Vậy kết quả nghiên cứu yếu tố này cho thấy nhà đầu tư có tâm lý bảo thủ, phản ứng tiêu cực đối với thông tin về lạm phát, làm suất sinh lợi cổ phiếu thay đổi ngược chiều với lạm phát. Kết quả này cũng phù hợp với kết luận của Nguyễn Thu Hiền & Đinh Thị Hồng Loan (2009).

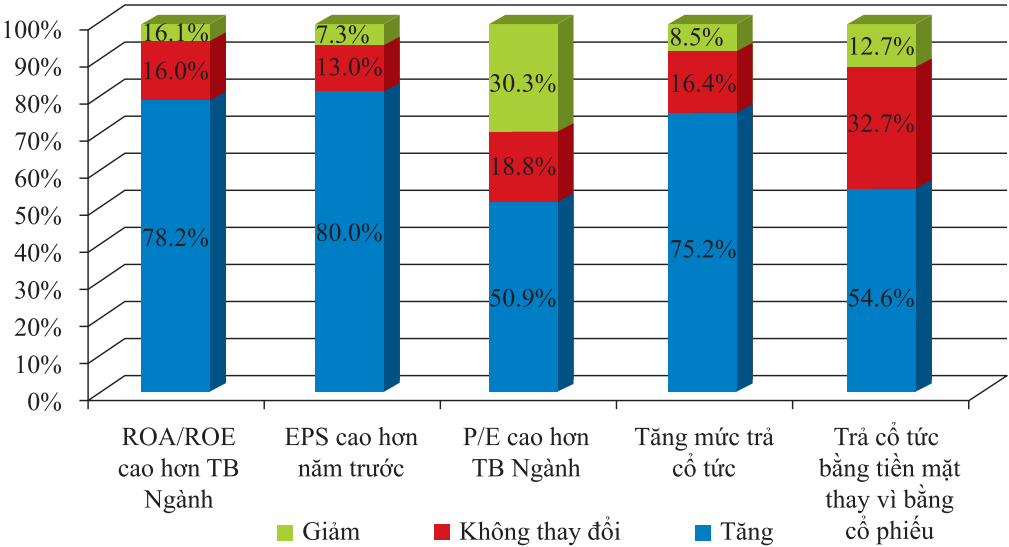
Tuy nhiên, vẫn có những nhà đầu tư đi ngược với xu thế này. Ở đây có thể rơi vào hai trường hợp: Thứ nhất, đây là những nhóm nhà đầu tư hoàn toàn không quan tâm đến phân tích cơ bản mà chủ yếu theo dõi biến động về giá để đầu tư; Thứ hai có thể đây là những nhà đầu tư thường xuyên nắm giữ cổ phiếu của những công ty thuộc ngành sản xuất kinh doanh các mặt hàng thiết yếu cho nhu cầu cuộc sống (cổ phiếu của những ngành này thường tăng trưởng mạnh bất kể thị trường liên tục suy giảm), nên rất lạc quan trước thông tin có lạm phát tăng.

Tương tự như lạm phát, lãi suất cũng là một yếu tố cơ bản tác động mạnh lên giá cổ phiếu. 73,9% nhà đầu tư cho rằng giá cổ phiếu sẽ tăng lên khi lạm phát giảm. Tác động trái chiều này càng thể hiện rõ khi nó xuất hiện như là một thông tin xấu đối với các cơ hội đầu tư. Minh chứng cho điều này đó là trong giai đoạn tác giả thu thập dữ liệu nghiên cứu (tháng 12 năm 2009) thị trường đã giảm điểm liên tục trước tin tức nhà nước sẽ tăng lãi suất cơ bản, chính sách tiền tệ, tín dụng sẽ có xu hướng thắt chặt và do đó sẽ tác động đến luồng tiền vào thị trường chứng khoán. Những thông tin này đã khiến nhà đầu tư chứng khoán thực hiện bán ra và làm giá cổ phiếu đi xuống.

Về tác động của tăng trưởng kinh tế, kết quả cho thấy có đến 84,24% nhà đầu tư đồng tình với quan điểm khi kinh tế tăng trưởng tốt thì giá cổ phiếu tăng. Điều này lý giải vì sao giới kinh doanh thường xem thị trường chứng khoán như là phong vũ biểu cho sức khỏe nền kinh tế, vì giá cổ phiếu có xu hướng tăng khi nền kinh tế phát triển và giảm khi nền kinh tế rơi vào các thời điểm suy thoái, khủng hoảng.

Sự thay đổi của giá cổ phiếu trước các công bố thông tin về tình hình tài chính của doanh nghiệp

Hình 4.4: Nhóm thông tin về tình hình tài chính của doanh nghiệp



Để đánh giá một cổ phiếu như thế nào là tốt qua việc phân tích tài chính phụ thuộc vào nhiều yếu tố như: Yếu tố ngành của cổ phiếu, tình hình thu nhập của công ty, các chỉ số thanh khoản, chỉ số lợi nhuận... Trong phạm vi nghiên cứu này, tác giả chỉ khảo sát những chỉ số được xem là thông dụng nhất khi phân tích một cổ phiếu (theo ý kiến những người được phỏng vấn trong bước phân tích định tính).

Số liệu thống kê cho thấy nhà đầu tư hiện nay đánh giá cao tác động của các chỉ số phân tích cơ bản đến giá cổ phiếu. Cụ thể nhà đầu tư cho rằng giá cổ phiếu sẽ tăng khi ROA hoặc ROE của công ty đang được định giá cao hơn trung bình ngành (78,2% ý kiến), khi thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) cao hơn năm trước (80% ý kiến), P/E cao hơn trung bình ngành (50,5% ý kiến), khi công ty tăng mức trả cổ tức (75,2% ý kiến), và khi công ty trả cổ tức bằng tiền mặt thay vì bằng cổ phiếu (54,6% ý kiến).

Đáng lưu ý trong kết quả này có đến 12,73% nhà đầu tư cho rằng EPS và 15,76% cho rằng các chỉ số ROA, ROE không ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Điều này có thể do một bộ phận các nhà đầu tư hiện nay không tin tưởng vào độ minh bạch trong các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết. Họ cho rằng các số liệu trong báo cáo tài chính của công ty đã số được làm đẹp trước khi công bố ra công chúng.

Khi được hỏi về sự thay đổi của giá cổ phiếu khi có thông tin chỉ số P/E của doanh nghiệp niêm yết cao hơn so với mức trung bình ngành thì kết quả thể hiện có sự không đồng nhất trong quan điểm của nhà đầu tư. 30,3% nhà đầu tư cho rằng giá cổ phiếu sẽ giảm. Thông thường chỉ số P/E cao chứng tỏ giá thị trường của cổ phiếu cao hơn giá lợi nhuận mỗi cổ phần đem lại (EPS) nên khi P/E cao hơn trung bình ngành thì cổ phiếu của công ty trở nên kém hấp dẫn hơn so với các cổ phiếu khác cùng ngành dẫn đến giá cổ phiếu

giảm. Tuy nhiên 50,5% nhà đầu tư lại cho rằng khi có thông tin chỉ số P/E của doanh nghiệp niêm yết cao hơn so với mức trung bình ngành sẽ làm tăng giá cổ phiếu là do tính hai mặt của tỉ số này. P/E ngoài việc cho thấy mức giá chi trả cho lợi nhuận đạt được, còn là thước đo tiềm năng tăng trưởng của cổ phiếu. Do vậy P/E cao cũng có nghĩa là cổ phiếu có tiềm năng tốt, nên cũng có thể làm tăng giá cổ phiếu theo quan điểm của các nhà đầu tư dựa vào tăng trưởng (thay vì dựa vào thu nhập của cổ phiếu (xem bài của Vũ Phúc Thịnh & Nguyễn Thu Hiền (2010))).

Để kiểm chứng lại suy luận trên, tác giả thực hiện phỏng vấn lại các nhà đầu tư được hỏi, trong số gần 51% nhà đầu tư trả lời giá cổ phiếu sẽ tăng khi chỉ số P/E công bố cao hơn các cổ phiếu trong ngành khi được phỏng vấn lại đã cho rằng lý do để họ chọn cổ phiếu có giá cao là do tin vào tiềm năng tăng trưởng của công ty dựa trên các kế hoạch kinh doanh rõ ràng và chiến lược đầu tư hợp lý có thể mang lại lợi nhuận tương xứng trong tương lai. Số còn lại trong mẫu khảo sát cho rằng chỉ số P/E đơn thuần chỉ là một công cụ để định giá nên sự tăng giảm của P/E không tác động nhiều đến giá cổ phiếu.

Thông tin về chi trả cổ tức là một trong những yếu tố hấp dẫn nhà đầu tư chọn cổ phiếu. Mức chi trả cổ tức cao thể hiện doanh nghiệp đang sinh lợi tốt và muốn chia sẻ kết quả kinh doanh với cổ đông. Tác động của việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt hay cổ phiếu hiện tại vẫn còn tranh cãi về lý thuyết giữa hai quan điểm. Quan điểm truyền thống (Modigliani & Miller, 1961, 1978) cho rằng chính sách cổ tức bao gồm mức chi trả và cách thức chi trả (tiền mặt, cổ phiếu) không làm thay đổi giá trị công ty, trong khi quan điểm về nhóm khách hàng (cliente effect) lại cho rằng hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt có thể hấp dẫn một nhóm nhà đầu tư mong muốn hưởng lợi tức ổn định và không hấp

dẫn nhóm nhà đầu tư khác mà mong muốn hưởng lợi từ tăng trưởng (Elton và Gruber, 1970). Ưu điểm của việc chia cổ tức bằng tiền mặt là tính thanh khoản rất cao, cầm tiền mặt trong tay bao giờ cũng chắc chắn hơn việc giữ cổ phiếu. Thời điểm khảo sát của nghiên cứu này vẫn trong giai đoạn chịu tác động của khủng hoảng, trong bối cảnh kinh tế khó khăn, thị trường chứng khoán suy giảm, cổ phiếu rớt giá, thu nhập cổ tức bằng tiền mặt có vẻ như hấp dẫn nhà đầu tư hơn. 54,6% nhà đầu tư cho rằng trả cổ tức bằng tiền mặt sẽ làm tăng giá cổ phiếu, trong khi 12,7% cho rằng sẽ làm giảm giá cổ phiếu và 32,7% cho rằng không làm thay đổi giá cổ phiếu. Sự bất đồng trong quan điểm về cổ tức tại thị trường chứng khoán Việt nam cũng cho thấy những quan điểm khác nhau trong đánh giá chính sách cổ tức không chỉ có trong lý thuyết mà kể cả trong thực tế đầu tư.

Như vậy, qua phân phân tích ở trên ta có thể thấy nhà đầu tư hiện nay có kiến thức về phân tích cơ bản khi đầu tư cổ phiếu (có ít nhất 75% nhà đầu tư có các quyết định giá cổ phiếu phù hợp với các mô hình định giá tài chính cơ bản). Điều đó cho thấy rằng thị trường chứng khoán quan hệ rất chặt chẽ với các yếu tố cơ bản và yếu tố tiền tệ, với rất nhiều minh chứng cụ thể trong năm 2009. Các yếu tố cơ bản bao gồm yếu tố về tăng trưởng lợi nhuận, tăng trưởng của nền kinh tế, phục hồi kinh tế thế giới... đã tác động mạnh đến thị trường chứng khoán.

Bên cạnh đó, kết quả phân tích cũng chỉ ra nhà đầu tư hiện nay dường như không mặn mà lắm với các thông tin đến từ các báo cáo phân tích công ty (có khoảng 13% đến 25% cho rằng giá cổ phiếu sẽ không thay đổi khi có các thông tin tích cực như tăng mức chi trả cổ tức; các chỉ số ROA, ROE, EPS cao hơn so với năm trước). Điều này có thể lý giải bằng mức độ kém minh bạch thông tin của thị trường hiện nay.

5. Kết luận rút ra từ đề tài và hướng nghiên cứu tiếp theo

Kết quả nghiên cứu cho thấy có năm nhóm yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến việc định giá cổ phiếu của nhà đầu tư, bao gồm: nhóm các yếu tố thuộc về kinh tế thế giới, nhóm yếu tố kinh tế vĩ mô trong nước, chính sách tiền tệ, nhóm các yếu tố cơ bản liên quan đến cổ phiếu và nhóm yếu tố thông tin giao dịch của cổ phiếu. Trong các yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến giá cổ phiếu thì các yếu tố thuộc về kinh tế vĩ mô và chính sách tiền tệ được nhà đầu tư đánh giá là có tác động tức thời lên giá cổ phiếu. Riêng nhóm yếu tố về thông tin giao dịch cổ phiếu và các chỉ số cơ bản có sự phân hóa trong cách trả lời của nhà đầu tư.

Từ những kết quả trên có thể thấy rằng nhà đầu tư hiện nay đa phần là những người có kiến thức về đầu tư chứng khoán và biết vận dụng các kiến thức về phân tích cơ bản vào quá trình đầu tư của mình. Như vậy, có thể khẳng định **các quan điểm cho rằng thị trường chứng khoán Việt Nam đa phần là những nhà đầu tư không có kiến thức về chứng khoán đã không còn đúng trong thời điểm hiện tại.**

Tuy nhiên, đề tài nghiên cứu mới chỉ dừng lại ở việc đi sâu tìm hiểu mức độ hiểu biết của nhà đầu tư cá nhân hiện nay về phân tích cơ bản và kết quả nghiên cứu cũng đã cho thấy nhà đầu tư hiện nay có mức độ am hiểu sâu về phân tích cơ bản. Về việc trong thực tế việc nhà đầu tư áp dụng các kiến thức phân tích như thế nào vào thực tiễn đầu tư của mình là hai câu chuyện hoàn toàn khác nhau. Nên chẳng cần có những nghiên cứu tiếp theo tìm hiểu về mức độ áp dụng phân tích cơ bản vào phân tích đầu tư chứng khoán của nhà đầu tư hiện nay.

Cổ phiếu là một loại hàng hóa đặc biệt không giống như các loại hàng hóa thông thường khác ngoài yếu tố cung cầu, giá cổ phiếu còn chịu tác động bởi nhiều yếu tố khác như dòng tiền, nhận định của

nhà đầu tư trước các thông tin được công bố và đặc biệt là yếu tố tâm lý của nhà đầu tư. Thực tế cho thấy tại thị trường chứng khoán Việt Nam, vào nhiều thời điểm khi mà thông tin về triển vọng thị trường đang rất ổn định và tích cực thì vẫn có những đợt nóng lạnh từng hồi của thị trường chứng khoán, điều này cho thấy giao dịch mua bán của nhà đầu tư không chỉ phụ thuộc vào năm yếu tố nêu trên, mà còn phụ thuộc vào yếu tố tâm lý, mà theo các phân tích về tâm lý trong đầu tư của nhà đầu tư Việt Nam (Đào Quý Phúc, 2008), tâm lý “bầy đàn” tranh mua tranh bán chính là nguyên nhân của các sóng/bão giá của thị trường chứng khoán.

Như vậy nghiên cứu này đã giúp khẳng định một kết luận rằng mặc dù hầu hết nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam đều có một mức độ am hiểu về phân tích định giá cổ phiếu, việc họ có áp dụng kiến thức này trong các quyết định đầu tư mua bán, hoặc có bị ảnh hưởng bởi yếu tố tâm lý hay không chính là nguyên nhân lý giải cho các động cơ mua bán của nhà đầu tư. Kết quả nghiên cứu này giúp các nhà quản lý thị trường có thể thay đổi phần nào quan điểm và nhận định “nhà đầu tư còn thiếu kiến thức”, và thay vào đó có thể tập trung hơn trong việc giúp thị trường chứng khoán Việt Nam được hiệu quả hơn, bằng cách minh bạch hóa thông tin về môi trường đầu tư, về công ty niêm yết, gia tăng qui mô thị trường, tăng lượng hàng hóa cổ phiếu, giúp giảm phần nào các cơ hội tạo giá của các “ông lớn”, từ đó tạo ra một thị trường chứng khoán ổn định, an toàn hơn cho nhà đầu tư cá nhân.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Camerer, Colin F. & Loewenstein, George and Rabin, Matthew (2004). “Advances in Behavioral Economics”. Russell Sage Foundation.
2. Chugh, Lal C. and Joseph Meador, W. (1984). “The Stock Valuation

Process: The Analysts’ View. Financial Analysts Journal”. Vol. 40, No. 6, p. 41-48.

3. Doran, James S. and Petreson, David R. (2007). “Market Efficiency and Its Importance to Individual Investors – Surveying the Experts”. Colby Wright.
4. Đào Lê Minh (2009). “Thị trường chứng khoán Việt Nam nhìn lại năm 2008 và những cơ hội cho năm 2009”. Tạp chí Phát triển kinh tế số 219, tháng 01/2009.
5. Đào Quý Phúc (2008). “Nhận diện các sai lệch hành vi trên thị trường chứng khoán Việt Nam”. Luận văn tốt nghiệp thạc sĩ Quản trị kinh doanh, khoa Quản lý Công nghiệp, Đại học Bách khoa Tp.HCM.
6. Elton, E. and M. Gruber, 1970, “Marginal Shareholders Tax Rates and the Clientele Effect”, Review of Economics and Statistics 52, 68-74.
7. Fama, Eugene F. (1970). “The Journal of Finance, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York”. Vol 25, No.2, p.383-p.417.
8. Fisher, Irving. The Theory of interest. Philadelphia: Porcupine Press, 1930.
9. Leech, Nancy L. & Barrett, Karen C. and Morgan, George A. “SPSS for Intermediate Statistics: Use and Interpretation.
10. Lintner, John (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, Review of Economics and Statistics, 47, 13-37.
11. Miller, M.H and Modigliani, F. (1961). “Dividend policy, growth and the valuation of shares”, Journal of business, 34: 411-433.

12. Miller, M.H. and Scholes, M.S. (1978). "Dividends and taxes", *Journal of financial economics*, 6: 333-364.
13. Nguyễn Thu Hiền & Đinh Thị Hồng Loan, "Tác động của lạm phát lên suất sinh lợi đầu tư cổ phiếu – Nhận định từ nghiên cứu dữ liệu thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Phát triển kinh tế*. Số 224, trang 11-18, Tháng 6/2009.
14. Porter, Michael E. (1980). *Competitive Strategy*, Free Press, New York, 1980.
15. Porter, Michael E. (2008). "The Five Competitive Forces that Shape Strategy", *Harvard Business Review*, January, 2008, p.86.
16. Sharpe, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19 (3), 425-442.
17. Vanita Tripathi. (2007). Investment Strategies in Indian Stock Market: A Survey. Available: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1134668. [2008, 15 May).
18. Vũ Phúc Thịnh & Nguyễn Thu Hiền, "Các yếu tố ảnh hưởng lên chỉ số P/E trên sàn chứng khoán Tp. HCM", *Tạp chí Phát triển kinh tế*. Số 232, trang 42-49, Tháng 2/2010.