



Ý kiến của chuyên gia phân tích thị trường có đem lại giá trị cho nhà đầu tư?

HỒ QUỐC TUẤN

Một điều thú vị mà người viết phát hiện là dường như các nhà phân tích trong nước có vẻ lạc quan nhiều hơn so với các nhà phân tích nước ngoài về tình hình thị trường, điển hình là qua các trường hợp “thị trường nóng hay không nóng” và “vì sao thị trường giảm” trong năm nay.

Hầu như trên các thị trường tài chính đang phát triển, người ta luôn tìm thấy bóng dáng của các chuyên gia phân tích thị trường, dù là được thuê bởi các công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư, hay là những chuyên gia hoạt động độc lập. Trong năm qua tại VN, đã dẫn xuất hiện nhiều báo cáo phân tích của các chuyên gia phân tích thị trường trong lẫn ngoài nước, với nội dung đa dạng, bao gồm bình luận, đánh giá, thậm chí là đưa ra các mức giá dự đoán cho công chúng về tình hình chung của thị trường hoặc cho từng loại cổ phiếu, dự đoán giá IPO v.v.

Tuy nhiên, nhiều nhà đầu tư vẫn nghi ngờ thật ra các phân tích được các chuyên gia của các công ty chứng khoán hay tổ chức tài chính công bố với dòng chữ “mang tính tham khảo” này có đáng

tin cậy không? Và liệu người ta có thu được lợi ích gì từ các bản phân tích đó không? Bài viết này sẽ bàn về một số kết quả nghiên cứu gần đây về vai trò của giới chuyên gia phân tích trên thị trường tài chính các nước và những hàm ý cho VN trong tiến trình phát triển thị trường chứng khoán.

Chuyên gia phân tích: có nhiều loại

Các chuyên gia phân tích thị trường ở các thị trường phát triển thường được chia làm 3 nhóm:

- Chuyên gia “nhóm bán” (sell-side analyst) hay chuyên gia tư vấn. Các chuyên gia này làm việc cho các công ty chứng khoán, ở Mỹ thì là trong nhóm công ty môi giới của các tập đoàn lớn ở Wall Street như Bear Stearns, Lehman Brothers, hay Cowen

Group, có trách nhiệm theo dõi các chứng khoán và đề xuất quyết định mua bán cho khách hàng của bộ phận môi giới. Và vì thế, hiển nhiên, các báo cáo này phải được công bố cho các khách hàng của bộ phận môi giới. Điều này đồng nghĩa với việc đây là các báo cáo được công bố rộng rãi cho công chúng đầu tư.

- Chuyên gia “nhóm mua” (buy-side analyst) hay chuyên gia phân tích đầu tư. Các chuyên gia này đưa ra phân tích nhằm phục vụ mục tiêu đầu tư của công ty mà mình làm việc, và các phân tích của họ thường không được công bố ra ngoài. Đa số các chuyên gia này làm việc cho quỹ hỗ tương, các công ty quản lý quỹ và tài sản, quỹ hưu trí hay các tổ chức tự dùng tiền của mình để đầu tư (như tự doanh của công ty chứng

khoản, đầu tư tài chính của ngân hàng). Các chuyên gia làm việc cho các quỹ mang tính đầu cơ cao như kiểu quỹ phòng vệ (hedge fund) cũng được xếp vào nhóm các chuyên gia nhóm mua với lương bổng rất hậu hĩnh, và nhiều người trong số họ vốn là các chuyên gia nhóm bán có uy tín.

- **Chuyên gia độc lập.** Đây là những người không làm việc cho công ty chứng khoán hay quỹ đầu tư. Họ là các nhà phân tích làm việc độc lập và bán các phân tích của mình để thu phí. Nhiều nhà phân tích độc lập liên kết với nhau lập công ty để bán các phân tích của mình. Khách hàng của họ có thể là các tổ chức kinh doanh, thậm chí có cả các quỹ đầu tư, công ty chứng khoán, vì các tổ chức này cần một báo cáo độc lập, không bị "áp lực" từ tác động của các bộ phận khác nhau trong công ty, để đối chiếu so sánh với những báo cáo phân tích từ nội bộ, vốn mang tai tiếng là bị "bóp méo" vì nhiều nguyên nhân.

Thông thường các chuyên gia phân tích nhóm mua sẽ theo dõi nhiều cổ phiếu hơn các chuyên gia nhóm bán, vì họ có lợi thế là họ có thể đọc tất cả báo cáo của các chuyên gia nhóm bán và chuyên gia độc lập (đơn giản chỉ cần bỏ tiền mua báo cáo). Họ cũng có nhiều cơ hội tham dự hội thảo của ngành kinh doanh, của các tổ chức học thuật như trường đại học, và các hội thảo do chính các công ty chứng khoán nơi chuyên gia nhóm bán làm việc tổ chức. Sau khi thu thập tất cả thông tin, chuyên gia nhóm mua mới tổng hợp và viết báo cáo cho giám đốc quỹ và đề xuất chiến lược đầu tư.

Các chuyên gia nhóm bán thường cung cấp các phân tích cho chuyên gia nhóm mua, với mục tiêu thu hút mối quan tâm của các chuyên gia nhóm mua, và hi vọng rằng các chuyên gia này vì đánh giá cao chất lượng phân tích của công ty mình sẽ đề xuất cho công ty chứng khoán của chuyên gia nhóm bán đang phục vụ được thực hiện các giao dịch lớn của quỹ đầu tư mà chuyên gia nhóm mua đang làm việc. Có thể nói, quỹ đầu tư trả tiền dịch vụ cho công ty

chứng khoán mà chuyên gia nhóm bán đang làm việc thông qua các khoản phần trăm phí giao dịch kiếm trên các giao dịch trị giá nhiều tỷ USD của họ. Mặt khác, các phân tích tốt từ các chuyên gia phân tích nhóm bán cũng góp phần tạo thêm uy tín, quảng bá tên tuổi của công ty chứng khoán của mình với công chúng đầu tư.

Vì phần lớn các báo cáo phân tích mà công chúng đầu tư được tiếp cận là từ các nhà phân tích nhóm bán và các kết quả phân tích của nhóm này cũng là nguyên nhân gây ra nhiều cuộc tranh luận gần đây trên thế giới và tại VN, cũng như thu hút mối quan tâm của các nghiên cứu học thuật, nên trong bài viết này sẽ tập trung thảo luận về các vấn đề liên quan đến các nhà phân tích nhóm bán.

Uy tín của các chuyên gia phân tích "nhóm bán" ngày càng giảm sút

Trên thế giới, mà bắt đầu từ Mỹ, các chuyên gia phân tích "nhóm bán" bị nhiều tai tiếng từ giai đoạn bùng nổ và vỡ bong bóng cổ phiếu dotcom. Các chuyên gia này bị nghi ngờ là đã bóp méo báo cáo của mình trong giai đoạn đó để thổi phồng giá cổ phiếu và "dụ dỗ" nhà đầu tư thực hiện các giao dịch lớn để kiếm tiền hoa hồng lẫn phí bảo lãnh phát hành cao cho công ty. Đỉnh điểm của việc sụt giảm tai tiếng của các chuyên gia phân tích này là từ vụ phá sản của tập đoàn Enron vào năm 2001. Tập đoàn này nộp hồ sơ xin phá sản vào tháng 12 năm 2001, trong khi đó, các nhà phân tích vẫn nhận định "lạc quan" đối với cổ phiếu công ty này đến tận tháng 10 năm 2001, bất chấp những con số thua lỗ lớn thể hiện trong báo cáo kế toán và việc giá trị cổ phiếu tập đoàn này đã sụt giảm 50% trong quý trước đó!

Gần đây nhất, lại có một sự kiện nổi đình nổi đám trong giới tài chính ở Wall Street liên quan đến các chuyên gia phân tích thuộc "nhóm bán". Giữa năm 2006, một trong số lãnh đạo cao cấp của bộ phận nghiên cứu chứng khoán toàn cầu của một tập đoàn tài chính hàng đầu thế giới đã gửi email cho

bộ phận phân tích tại Luân Đôn và chỉ trích nặng nề rằng họ làm việc quá thiếu hiệu quả. Điều này cũng không có gì to tát nhưng sau đó email này đã không được tung lên mạng, và gây ra một làn sóng tranh luận rộng rãi rằng liệu các chuyên gia phân tích thuộc "nhóm bán" có phải là "vô dụng" hay "ăn hại" hay không? Nhiều người vẫn bảo vệ ý kiến là các chuyên gia nhóm bán vẫn rất hữu ích, và giúp thị trường có thêm nhiều thông tin. Tuy nhiên, các chỉ trích đối với nhóm phân tích này càng ngày càng nặng nề, và khiến nhiều nhà nghiên cứu quan tâm tìm hiểu. Kết quả nghiên cứu lại dẫn đến nhiều phát hiện thú vị.

Các nhà phân tích "quá lạc quan": chỉ đề xuất mua, ít đề xuất bán

Kết quả nghiên cứu của Jegadeesh và Kim (2006), Azzi và Bird (2005) và McKnight và Todd (2005) đã khẳng định rằng các nhà phân tích của các công ty chứng khoán thường "quá lạc quan" khi đưa ra các đánh giá của mình, cụ thể là họ ít khi nào đề xuất bán cổ phiếu, mà đa phần chỉ đề xuất nên mua, hoặc giữ cổ phiếu. Mặt khác, các nghiên cứu từ thập niên 1990 đã chỉ ra rằng các dự báo về lợi nhuận của các công ty niêm yết do các nhà phân tích nhóm bán đưa ra cũng thường "quá lạc quan", thông thường dự báo cao hơn mức thực tế công bố sau đó rất nhiều, chứ ít khi nào dự báo thấp hơn thực tế công bố. Đây là bằng chứng ủng hộ nghi ngờ của nhiều người là các nhà phân tích nhóm bán đã góp phần đẩy giá chứng khoán lên cao trong giai đoạn bùng nổ của công ty dotcom bằng các phân tích hàm ý nhà đầu tư nên mở vị thế mua của họ. Điều đáng chú ý là tình trạng này không chỉ có ở Mỹ mà được tìm thấy ở hầu hết các nước châu Âu và Nhật, Canada. [1]

Nguyên nhân dẫn đến tình hình này được lý giải từ nhiều khía cạnh khác nhau. Các khía cạnh đó bao gồm:

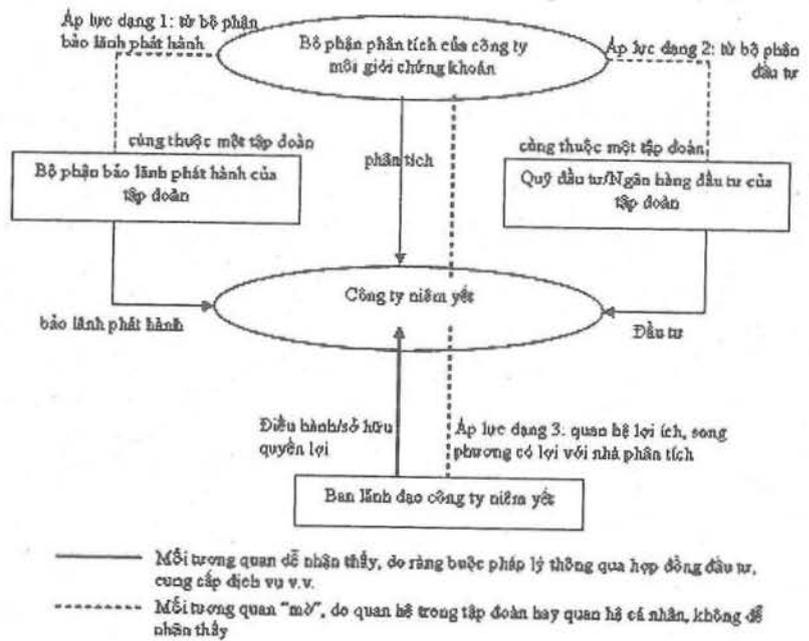
- **Tìm kiếm khách hàng cho hoạt động bảo lãnh phát hành.** Một trong những lý giải là do các nhà phân tích chịu áp lực phải tạo ra các giao dịch để công ty chứng khoán kiếm tiền từ phí

giao dịch. Nhiều công ty chứng khoán xem bộ phận phân tích nhóm bán là một trong những bộ phận tiêu tốn nhiều tiền bạc và thời gian của công ty nhất, vì để có được một phân tích tốt, họ phải thu thập thông tin từ nhiều nguồn khác nhau, từ Ủy ban chứng khoán đến ban giám đốc, các nhà cung cấp, khách hàng của công ty được phân tích. Nếu dùng phân tích kỹ thuật, họ cũng yêu cầu nhiều công cụ kỹ thuật và dữ liệu giá rất tốn kém. Tốn kém thì như vậy, cho nên, đương nhiên bộ phận này phải tìm cách kiếm ra tiền cho công ty bằng cách làm ra các báo cáo khiến nhiều nhà đầu tư tổ chức vui lòng thực hiện giao dịch lớn thông qua công ty chứng khoán của mình. Cách tốt nhất để kiếm tiền cho công ty chứng khoán là “nói tốt” cho các công ty có cổ phiếu mà công ty chứng khoán của mình bảo lãnh phát hành lần đầu hoặc phát hành mới. Nhờ vào điều này, công ty chứng khoán sẽ bán được cổ phiếu bảo lãnh và kiếm một khoản phí hoa hồng hậu hĩnh từ các vụ phát hành cổ phiếu lớn, vốn rất phổ biến trong thời bùng nổ công ty công nghệ cao. Sau đó, danh tiếng “bảo lãnh phát hành tốt” của công ty chứng khoán sẽ còn vang xa và như vậy, nhiều khách hàng lớn sẽ tìm đến để nhờ công ty chứng khoán bảo lãnh phát hành. Nghiên cứu của Michaely và Womack (1999) đã tìm ra bằng chứng rằng các nhà phân tích của các công ty bảo lãnh phát hành đưa ra các báo cáo lạc quan nhất đối với cổ phiếu của những công ty được bảo lãnh trong tương quan so sánh với các công ty khác.

- Kiểm phí môi giới từ giao dịch của khách hàng. Cowen và các đồng sự (2003) đã cho rằng các báo cáo “nói tốt” về một số cổ phiếu nào đó, ngay cả trong trường hợp đó không phải là các cổ phiếu do công ty chứng khoán bảo lãnh phát hành, thì cũng dễ dàng khiến các khách hàng cá nhân lẫn tổ chức của công ty các cổ phiếu đó sôi động hơn, và do đó tạo ra nhiều phí hoa hồng hơn.

Một báo cáo lạc quan về triển vọng của một cổ phiếu dễ khiến người ta thực hiện nhiều giao dịch hơn một báo cáo bi

Hình 1. Các áp lực của nhà phân tích



Nguồn: Điều chỉnh của tác giả từ các mô hình của Mola và Guidolin (2007), Ke và Yu (2006), và Michaely và Womack (1999).

quan về triển vọng của cổ phiếu đó vì hầu như bất kỳ nhà đầu tư nào cũng có thể thực hiện theo các đề xuất mua với chi phí giao dịch thấp. Trong khi đó, nếu đưa ra đề xuất bán, rất ít nhà đầu tư có khả năng thực hiện theo, vì trừ khi nhà đầu tư đó sở hữu sẵn cổ phiếu, nếu không họ sẽ phải đối mặt với chi phí bán không rất cao, hoặc thậm chí là không thể bán không (như trong điều kiện thị trường nước ta). Do đó, đưa ra báo cáo phân tích lạc quan sẽ có khả năng giúp tăng khối lượng giao dịch và thu nhiều phí hoa hồng cho công ty chứng khoán. Thực tế thị trường VN cũng cho thấy, khi thị trường lạc quan thì khối lượng giao dịch thường cao hơn giai đoạn ảm đạm.

- Tránh xung đột với lãnh đạo công ty niêm yết. Một khía cạnh khác, nếu có một công ty được dự đoán là sẽ có kết quả kinh doanh không tốt, các nhà phân tích nhóm bán sẽ thà rằng không đưa ra phân tích, hoặc chỉ ra một báo cáo vô thưởng vô phạt với đề xuất “giữ cổ phiếu” thay vì “bán cổ phiếu” của công ty đó. Nguyên nhân này được Ke và Yu (2006) giải thích qua nghiên cứu mối liên hệ của dòng thông tin từ ban lãnh đạo các công ty niêm yết đến các nhà phân tích. Theo họ, các nhà phân tích sẽ

không muốn làm mất lòng các lãnh đạo của công ty niêm yết, vì nếu không, họ sẽ đánh mất “đầu mối” thông tin quan trọng để tiếp cận với các thông tin “không được phổ biến” (private information), một nguồn quan trọng để thực hiện các phân tích tốt.

- Vì lợi ích chung của tập đoàn. Gần đây nhất, Mola và Guidolin (2007) đề xuất thêm một giả thuyết mới là với mức độ phức tạp của thị trường hiện nay, một tổ chức tài chính có thể vừa có công ty môi giới chứng khoán, vừa có quỹ đầu tư. Và do đó, các nhà phân tích nhóm bán của công ty môi giới chứng khoán hoàn toàn có thể bị áp lực phải đưa ra nhận định lạc quan đối với những cổ phiếu do quỹ đầu tư thuộc tập đoàn mẹ sở hữu. Như vậy, họ sẽ bị “hai tầng áp lực”, một từ bộ phận bảo lãnh phát hành của công ty chứng khoán, hai là từ công ty quản lý quỹ của tập đoàn mẹ. Nếu kết hợp cả với ý tưởng của Ke và Yu (2006), chúng ta có thể hình dung nhà phân tích “nhóm bán” chịu đến “ba tầng áp lực” qua Hình 1. Với áp lực lớn như vậy, không khó hiểu vì sao các phân tích của họ sẽ trở nên lạc quan quá độ.

- Vì lợi ích của cá nhân nhà phân tích trong công ty được phân tích. Nhà

phân tích hoàn toàn có thể là cổ đông của công ty được phân tích, và đang sở hữu nhiều lợi ích như quyền mua cổ phần, hay cơ hội mua chứng khoán giá rẻ, có ưu tiên mua trong đợt phát hành mới, hay thậm chí là được hứa cho phép mua cổ phiếu với giá rẻ từ trước khi IPO thông qua một số biện pháp kỹ thuật để qua mặt cơ quan quản lý. Và đương nhiên, quyền lợi của nhà phân tích trong công ty được phân tích càng lớn, thì bản phân tích sẽ càng thiên lệch về hướng đề xuất nên mua cổ phiếu đó.

• Do tác động tâm lý. Các nhà phân tích cũng có thể trở nên “quá lạc quan” do tác động của các hiệu ứng tâm lý khác nhau. Amir và Ganzach (1998) và Easterwood và Nutt (1999) cho rằng các nhà phân tích “nhóm bán” đã phản ứng thái quá khi công ty có tin tốt, và phản ứng chậm khi công ty có tin xấu, do tác động của hiệu ứng tâm lý quá tự tin và sức ý tâm lý, dẫn đến việc họ dễ dàng đưa ra các đề xuất mua hơn là đề xuất bán. Một yếu tố nữa là tâm lý bầy đàn trong việc đưa ra các phân tích. Welch (2000) chỉ ra rằng các nhà phân tích có xu hướng điều chỉnh các phân tích của mình sao cho “tương đối thống nhất” với số đông đồng nghiệp. Ví dụ, có người bảo Vietcombank sẽ có giá trung bình 150.000 đầu tiên, thì những người sau đó cũng sẽ dễ dàng hướng theo mức giá này. Đến khi có người điều chỉnh dự đoán xuống 120.000, thì lại thấy có những ý kiến sau chạy theo giá 120.000.

Doukas và nhóm nghiên cứu (2002) cũng lưu ý rằng, các nhà phân tích cũng thích đi theo qui luật tâm lý “gió chiều nào, theo chiều đó” của thị trường chứng khoán (thường gọi là momentum effect), đó là cổ phiếu nào mà đang có trạng thái tốt, đang tăng giá, thì cứ việc mà “ca ngợi” cổ phiếu đó. Mặt khác, các nhà phân tích thì có xu hướng không đưa ra bình luận cho các cổ phiếu đang kém, hay không thấy triển vọng rõ ràng (nghiên cứu của McNichols và O'Brien năm 1997 gọi điều này là thiên lệch trong lựa chọn). Hai yếu tố này dẫn đến việc người ta toàn thấy các nhà phân tích tư vấn mua (buy), mua

thật nhiều (strong buy), chứ không thấy họ bảo bán cổ phiếu đi.

Vậy liệu nhà phân tích có tạo ra giá trị cho nhà đầu tư?

Với nhiều chỉ trích từ giới học thuật lẫn thực tiễn như thế, vậy thì liệu các nhà phân tích thuộc nhóm bán, nhóm các chuyên gia cung cấp các “thông tin tham khảo” cho nhà đầu tư liệu có mang lại giá trị gì cho nhà đầu tư?

Về phía khối thực tiễn, nhiều chuyên gia của Motley Fool và NYSE vẫn bênh vực các nhà phân tích nhóm bán và cho rằng họ là những thành viên mang lại những nguồn thông tin quan trọng cho thị trường. Không có kết nối thông tin của họ, các nhà phân tích nhóm mua không dễ dàng đưa ra các phân tích ngắn gọn và “tạo ra một danh mục đầu tư có hệ số alpha tốt hơn được” (đồng nghĩa với việc các nhà phân tích nhóm mua sẽ không thể làm tốt việc đề xuất một danh mục đầu tư tốt xét trên cả mặt tỷ suất sinh lợi và rủi ro nếu không có sự thu thập và phân tích thông tin của nhóm bán).

Về kết quả nghiên cứu học thuật, Green (2006), Boni và Womack (2003) tin rằng các cổ phiếu mà được các nhà phân tích nhóm bán đánh giá tốt nhất thì sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong 6 – 12 tháng, hay ít nhất, cũng có tỷ suất sinh lợi cao hơn nhóm cổ phiếu bị đánh giá là không tốt. Jegadeesh và Kim (2006) cho rằng mặc dù các nhà phân tích nhóm bán tại Mỹ là những người tỏ ra “lạc quan nhất” trong số các nhà phân tích thị trường của các nước G7, họ lại chọn được nhiều cổ phiếu có tỷ suất sinh lợi cao hơn bình quân thị trường nhất, đặc biệt là thông qua các điều chỉnh bản phân tích của họ (sau bản phân tích, dự báo lần đầu, các nhà phân tích có thể công bố điều chỉnh bản phân tích theo điều kiện của thị trường).

Như vậy, qua các chứng cứ nghiên cứu và kinh nghiệm của giới kinh doanh thực tiễn, các nhà phân tích “nhóm bán” vẫn tạo ra giá trị cho nhà đầu tư từ các đề xuất mua bán và dự báo của họ. Và điều đó có nghĩa là tác động của họ đến

thị trường vẫn không nhỏ. Panchenko (2007) đã cung cấp các bằng chứng từ nghiên cứu của mình ở khu vực châu Âu rằng dù các nhà phân tích bị đánh giá là “quá lạc quan”, các đề xuất mua bán của họ vẫn tỏ ra có tác động đáng kể đến thị trường, bằng cách dẫn chứng rằng khối lượng giao dịch và tính biến động thị trường thường tăng lên sau khi các bản phân tích được công bố.

Hàm ý gì cho VN?

Chúng ta có thể cảm nhận được một sự chuyển biến rõ ràng trong vai trò của các “chuyên gia chứng khoán”, nhà phân tích của công ty chứng khoán, nhà nghiên cứu v.v. trên thị trường VN năm nay. Các nhận định của họ xuất hiện nhiều hơn trên mặt báo, nhiều bài phân tích mang tính kỹ thuật và chuyên sâu hơn, và cuối cùng, ở phần kết luận là một đề xuất hay dự báo nào đấy. Điều này là hợp với qui luật phát triển thị trường.

Tuy nhiên, chúng ta cũng dễ dàng nhận thấy, nếu theo đúng những gì đã bàn ở trên từ kinh nghiệm các nước, thì từ từ sẽ dẫn đến (hoặc có thể đã tồn tại) một sự méo mó, thiên lệch trong phân tích của các nhà phân tích dạng này đối với các cổ phiếu trên thị trường, xuất phát từ áp lực của tổ chức mà họ làm việc, quyền lợi cá nhân hay là do tác động tâm lý.

Điều đáng quan tâm là nếu các thiên lệch xuất phát từ áp lực của tổ chức mà họ làm việc, thì điều đó là vi phạm với chuẩn mực công bằng và minh bạch của thị trường tài chính. Vì vậy, cơ quan quản lý cần lưu ý có nhiều qui định chuyên sâu hơn đối với hoạt động phân tích và cung cấp báo cáo phân tích cho công chúng của các tổ chức hoạt động kinh doanh chứng khoán. Đừng cho rằng chúng ta học theo mô hình quản lý của Mỹ hay nước khác là ổn. Cái gọi là “bức tường Trung Hoa” mà những nước đi trước ta hay gọi đã tỏ ra hoàn toàn bất lực với những phát triển phức tạp của các tổ chức tài chính-chứng khoán phức hợp.

(Xem tiếp trang 23)

manh mẽ như trước nữa thì có khả năng thị trường bất động sản chỉ còn người bán chứ ít người mua và giá bất động sản sẽ có khả năng đổi chiều theo xu hướng giảm.

- Giá bất động sản giảm sẽ kéo theo giá chứng khoán của các công ty bất động sản giảm theo và phá vỡ kỳ vọng của các nhà đầu tư, và họ cũng bắt đầu phải cắt lỗ bằng cách bán cổ phiếu lại càng góp phần cho giá cổ phiếu giảm nhanh trên thị trường, lúc này VN Index sẽ đảo chiều sâu và thực sự có vấn đề.

• Giá bất động sản và giá chứng khoán đảo chiều bất lợi sẽ tạo hệ lụy cho khu vực hệ thống ngân hàng nơi đang giữ nhiều thế chấp bất động sản và chứng khoán khi cho vay, tài sản của ngân hàng bị bốc hơi và họ sẽ phải ép các nhà đầu tư trả nợ khi đến hạn, càng ép trả nợ đảo hạn thì giá chứng khoán

và giá bất động sản càng xuống và tính thanh khoản (liquidity) của hệ thống ngân hàng lúc này bắt đầu trực trực.

• Các thông tin về thị trường đảo chiều có khả năng tạo ra một hành vi mang tính bầy đàn của những nhà đầu tư nước ngoài, các người gởi tiền tiết kiệm cùng đến ngân hàng rút tiền gởi và lúc này hệ thống ngân hàng có khả năng mất khả năng thanh toán diện rộng.

• Dòng vốn FII lúc này cũng đảo chiều, thay vì lúc đầu vô ào ạt thì bây giờ ngược lại sẽ ra ào ạt theo kiểu "bay vốn" (capital flight), dự trữ quốc gia có khả năng bị sút giảm nhanh chóng và bài toán lúc này là tính ổn định vĩ mô của nền kinh tế.

Gợi ý chính sách

Gợi ý chính sách cụ thể không phải là mục tiêu của bài viết này vì tác giả chỉ tập trung nhận diện các rủi ro tiềm năng

dựa vào giả thuyết bong bóng giá tài sản trong bối cảnh vĩ mô của VN. Tuy nhiên căn cứ vào các rủi ro tiềm ẩn của thị trường chứng khoán trong mối quan hệ với thị trường bất động sản và thị trường tiền tệ, thì VN đã và đang có những điểm yếu thuộc về thất bại thị trường như: yếu tố tâm lý chi phối mạnh giá chứng khoán; thông tin bất cân xứng và tính minh bạch yếu làm cho các nhà đầu tư dễ bị mất phương hướng cơ bản và chỉ đầu tư theo tính bầy đàn. Do vậy, các nhà hoạch định chính sách cần tập trung các biện pháp phòng ngừa rủi ro mang tính dự báo cho trường hợp thị trường có những dấu hiệu đảo chiều ngay từ lúc khởi đầu để tránh những khủng hoảng diện rộng có khả năng xảy ra ■

Tài liệu tham khảo

Hyun, C.C và Kim, Dong Hoe (2007): Test on Asian Stock Market Linkages Based on the Time-Varying Parameters Regression, hội thảo quốc tế 21.12.2007 về Hợp tác kinh tế giữa VN và Hàn Quốc tại Đại học kinh tế TP.HCM.

(Tiếp theo trang 19)

Ý kiến của chuyên gia ...

Mỹ đã phải đi những bước hồi sức mạnh mẽ trong năm 2004 với mục tiêu siết chặt quản lý đối với quan hệ lợi ích, giao dịch, v.v. có liên quan đến các nhà phân tích chứng khoán "nhóm bán". Tuy vậy, như nhiều chuyên gia thực tiễn lần nghiên cứu lo ngại, thực chất vấn đề tại Mỹ vẫn không được giải quyết, và họ nghi ngờ những điều luật mới có thể đem lại hiệu quả tốt. Nếu mà Mỹ đã như vậy, thì e rằng ở VN ta, nếu mà thả lỏng hoạt động cung cấp "thông tin mang tính tham khảo", thì sẽ dẫn đến nhiều hệ lụy không lường được.

Đối với nhóm phân tích độc lập (ở VN khá đông các chuyên gia nghiên cứu độc lập, nhà báo đưa ra phân tích chứng khoán trên báo), cũng cần lưu ý các thiên lệch xuất phát từ lợi ích bản thân. Nếu có người đang sở hữu chứng khoán của ngân hàng S, giờ cần bán chứng khoán, lợi dụng vị thế và tên tuổi của mình để ảnh hưởng đến thị trường thì biết xử lý làm sao? Vấn đề này có lẽ là một tình trạng nan giải không chỉ cho VN mà còn ở nhiều nước, vì vấn đề yêu cầu từng nhà

phân tích độc lập công khai mối liên quan của mình với chứng khoán được phân tích không dễ thực hiện. Có lẽ, cách đơn giản nhất là tiến hành một "bảng xếp hạng chất lượng các nhà phân tích". Nhà phân tích nào càng được xếp hạng cao, đánh giá cao, thì càng được tin cậy nhiều hơn. Âu đó cũng là một giải pháp có thể nghĩ đến trong tình hình vừa phát triển vừa tìm giải pháp của thị trường VN hiện nay.

Đối với giới nghiên cứu học thuật VN, các nhà nghiên cứu cũng có thể tìm hiểu liệu các nhà phân tích tại VN, bao gồm nhà phân tích của tổ chức nước ngoài lẫn trong nước, có rơi vào trạng thái lạc quan quá hay không? Một điều thú vị mà người viết phát hiện là dường như các nhà phân tích trong nước có vẻ lạc quan nhiều hơn so với các nhà phân tích nước ngoài về tình hình thị trường, diễn hình là qua các trường hợp "thị trường nóng hay không nóng" và "vi sao thị trường giảm" trong năm nay ■

[1] Các nghiên cứu của Jegadeesh và Kim (2006) đã nghiên cứu các nước G7, Azzi và Bird (2005) nghiên cứu trường hợp của Úc, McKnight và Todd (2005) tìm hiểu về trường hợp của 13 nước châu Âu. Kết quả là bình quân chỉ có khoảng dưới 15% các đề xuất của nhà phân tích "nhóm bán" là thuộc nhóm "bán", trong

khi, đa phần còn lại là "giữ cổ phiếu", "mua" và "mua thật nhiều".

Tài liệu tham khảo

Azzi, S. and Bird, R. (2005), 'Prophets during boom and gloom downunder', *Global Finance Journal*, 15, 337-367.
Boni, L., and Womack, K. L. (2003) 'Analysts, industries, and price momentum', Working Paper, University of New Mexico and Dartmouth College.
Cowen A., Groyberg, B. and Healy, P. M. (2003) 'Which types of analyst firms make more optimistic forecasts?', Working paper, Harvard Business School.
Cragg, J.L. and Malkiel, B.G. (1968) 'The Consensus and Accuracy of Some Predictions of the Growth of Corporate Earnings', *Journal of Finance* 23, 67-84.
Friesen, G. and Weller, P. A. (2006) 'Quantifying cognitive biases in analyst earnings forecasts', *Journal of Financial Markets* 9, 333-365.
Green, C. (2006) 'The value of client access to analyst recommendations', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1-24.
Jegadeesh, N. and Kim, W. (2006) 'Value of analyst recommendations: international evidence', *Journal of Financial Markets* 9, 274-309.
Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S. D. and Lee C. (2004) 'Analyzing the analysts: When do recommendations add value?', *Journal of Finance* 59, 1083-1124.
Ke, B. and Yu, Y. (2006) 'The effect of issuing biased earnings forecasts on analysts' access to management and survival', *Journal of Accounting Research*, 44, 965-999.
McKnight, P.J. and Todd, S.K. (2005) 'Analyst forecasts and the cross section of European stock returns', Working paper, University of St. Andrews.
Michael, R., and Womack, K. (1999) 'Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations', *Review of Financial Studies* 12, 653-686.
Mola, S. and Guidolin M. (2007) 'Affiliated mutual funds and analyst optimism', Working paper, Federal Reserve Bank of St. Louis.
Panchenko, V. (2007) 'Impact of analysts' recommendations on stock performance', *The European Journal of Finance*, 13:2, 165 - 179.