

**TÁC ĐỘNG TRUNG GIAN CỦA SỰ HIỂU BIẾT VỀ PHÁP LUẬT  
BẢO HỘ ĐẦU TƯ ĐỐI VỚI VIỆC RA QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ TẠI  
THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM**

**THE MEDIATING EFFECT OF KNOWLEDGE OF THE INVESTMENT  
PROTECTION ACT ON INVESTMENT DECISION-MAKING IN  
VIETNAM**

*TS. Trần Việt Long<sup>1</sup>, PGS.TS. Phan Thanh Hải<sup>2</sup>*

<sup>1</sup> Phòng Đào tạo, Trường ĐH Luật, Đại học Huế. Email: tvlong@hueuni.edu.vn

<sup>2</sup> Trường Kinh tế, Trường ĐH Duy Tân. E-mail: phanthanhhai@duytan.edu.vn

**TÓM TẮT**

*Mục đích của nghiên cứu này đó là nhằm xác định các nhân tố và mức độ ảnh hưởng của chúng đến quyết định đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân tại thị trường Việt Nam thông qua trung gian là kiến thức hiểu biết về đầu tư và pháp luật bảo hộ nhà đầu tư. Dữ liệu được thu thập được trên cơ sở phỏng vấn đối với 263 nhà đầu tư cá nhân hiện đang đầu tư vào lĩnh vực bán lẻ tại một số các doanh nghiệp ở một số thành phố lớn của Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng kiến thức hiểu biết về pháp luật bảo hộ đầu tư có mối quan hệ tác động tích cực đến việc ra quyết định của nhà đầu tư. Kết quả của nghiên cứu cũng là cơ sở để đưa ra các hàm ý chính sách đối với việc hoàn thiện hệ thống pháp luật về bảo hộ đầu tư tại Việt Nam và các hàm ý quản trị đối với các nhà đầu tư.*

**Từ khóa:** Ra quyết định đầu tư, hiểu biết của nhà đầu tư, pháp luật bảo hộ đầu tư, SEM, Việt Nam,

**ABSTRACT**

*This study aims to determine the factors and their influence on the investment decisions of individual investors in the Vietnamese market. The data was collected on the basis of interviews with 263 individual investors who are currently investing in the retail sector in a number of enterprises in several major cities of Vietnam. The findings show that knowledge of the investment protection acts positively impacts investors' decision-making. The study results are the basis for improving the legal system on investment protection in Vietnam and governance implications for investors.*

**Keywords:** Investment decision making, investor understanding, investment protection law, SEM, Vietnam,

## 1. GIỚI THIỆU

Trong thời gian qua, quyết định đầu tư và các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư đã trở thành chủ đề đáng quan tâm của các giới hàm lâm, cơ quan quản lý và doanh nghiệp. Hướng nghiên cứu được quan tâm đó là nhận diện và đo lường tác động của các nhân tố đến việc ra quyết định đầu tư của nhà đầu tư. Một số các nghiên cứu chỉ ra rằng quyết định của nhà đầu tư đối với việc đầu tư trên thị trường chứng khoán chịu ảnh hưởng của các nhân tố như : các nhân tố thuộc về hành vi của nhà đầu tư qua các nghiên cứu của Waweru và cộng sự., (2008), Jan và cộng sự., (2021), các nhân tố thuộc về thị trường qua các nghiên cứu của Cao và cộng sự., (2021), các nhân tố thuộc về quản trị công ty qua các nghiên cứu của Sajid và cộng sự., (2015) hoặc kết hợp nhiều nhân tố khác nhau trong đó có cả thông tin kế toán, hình ảnh của dự án doanh nghiệp đầu tư, thông tin trung lập, ý kiến của nhà tư vấn, năng lực tài chính của bản thân Bashir và cộng sự., (2013), Rasheed và cộng sự., (2018), Wangzhou và cộng sự., (2021). Tuy nhiên hướng nghiên cứu đề cập đến mối quan hệ hiểu biết về đầu tư và đặc biệt là pháp luật bảo hộ đầu tư tác động đến việc ra quyết định của nhà đầu tư tại các quốc gia trong đó có Việt Nam vẫn còn chưa được thực hiện nhiều và rất cần thiết, nhận được sự quan tâm của chính các nhà đầu tư, quản trị doanh nghiệp, các cơ quan quản lý và hoạch định chính sách nhà nước. Đây cũng là mục tiêu của nghiên cứu hướng đến.

## 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### 2.1 Cơ sở lý thuyết của nghiên cứu

Các khái niệm trong nghiên cứu này và mối quan hệ giữa chúng được hình thành dựa trên các lý thuyết nền tảng khác nhau như lý thuyết triển vọng, lý thuyết về sự hối tiếc, lý thuyết ủy thác thông tin (Wangzhou và cộng sự., 2021). Bên cạnh là các lý thuyết về tâm lý, lý thuyết tài chính thông thường, lý thuyết thông tin hiệu quả.

#### ***Thông tin về dự án hoặc doanh nghiệp mà nhà đầu tư nhắm đến***

Thông tin về dự án, doanh nghiệp đầu tư cần được hiểu một cách toàn diện dưới góc độ hai vấn đề là các thông tin chung và thông tin về tình hình tài chính. Trong đó các thông tin chung khá đa dạng bao gồm danh tiếng, thương hiệu của doanh nghiệp, chủ dự án, lĩnh vực kinh doanh, công nghệ mà doanh nghiệp đang áp dụng, tính pháp lý của dự án và nhiều vấn đề khác (Scherer và cộng sự., 2023). Thông tin về tình hình tài chính là các thông tin dựa trên số liệu của kế toán, báo cáo tài chính do chính doanh nghiệp, nhà tư vấn hoặc chính nhà đầu tư tính toán thông qua các chỉ số tài chính (Bashir và cộng sự., 2013). Nhiều nghiên cứu đều cho rằng chính các thông tin này rất có giá trị vì nó làm tăng hiểu biết của người ra quyết định (Gill và cộng sự., 2018).

#### ***Chính sách hỗ trợ và khuyến khích đầu tư của chính phủ, địa phương và chính doanh nghiệp***

Để thực hiện việc thu hút các nhà đầu tư thì chính phủ, các địa phương và doanh nghiệp phải xây dựng và ban hành các chính sách hỗ trợ và khuyến khích đầu tư, trong đó đặc biệt là chính sách về bảo hộ nhà đầu tư. Mức độ bảo vệ nhà đầu tư càng cao sẽ dẫn đến mức độ phát triển thị trường tài chính cao hơn và từ đó tạo điều kiện hơn cho nhà đầu tư (Chu và cộng sự., 2017). Việc ban hành và công khai các chính sách hỗ trợ và khuyến khích từ phía chính phủ, các địa phương và doanh nghiệp sẽ giúp nâng cao sự hiểu biết của nhà đầu tư, tác động tích cực đến việc ra quyết định của nhà đầu tư.

#### ***Kinh nghiệm của nhà đầu tư***

**Kinh nghiệm** chính là tri thức, sự am hiểu của nhà đầu tư về các vấn đề mà chính họ đã trải qua, đã đối mặt nghiệm trực tiếp. Chính vì vậy mà các nhà đầu tư hợp lý biết rằng cần phải phân

tích kỹ lưỡng trước khi đưa ra quyết định đầu tư nhưng dù sao họ cũng có xu hướng dựa vào kinh nghiệm trong quá khứ (Rasheed và cộng sự., 2018). Một số các nghiên cứu đã chứng minh kết quả hành vi đầu tư bị ảnh hưởng đáng kể bởi trình độ học vấn, kinh nghiệm chuyên môn (Khawaja & Alharbi, 2021), Suy nghĩ và cảm xúc (Baker & Nofsinger, 2002), quyết định trước đây (Chandra & Kumar, 2011).

#### ***Ý kiến tư vấn từ những người ủng hộ nhà đầu tư***

Trong quá trình ra quyết định đầu tư thì nhà đầu tư luôn tham khảo các nguồn thông tin khác nhau trong đó có các nhà môi giới chứng khoán, đề xuất của bạn bè và đồng nghiệp, ý kiến của những người thân trong gia đình và ý kiến từ các cổ đông lớn trong doanh nghiệp dự định đầu tư (Bashir và cộng sự., 2013). Nghiên cứu của Mohamad và cộng sự., (2017) cũng nêu rõ các khuyến nghị từ những người bên ngoài có chuyên môn và kiến thức đầy đủ có thể giúp ích cho việc ra quyết định của nhà đầu tư.

#### ***Thông tin truyền miệng***

Thông tin truyền miệng trong hoạt động đầu tư thông qua nhiều nghiên cứu hiện vẫn còn nhiều quan điểm mâu thuẫn về tác động của nhân tố này đến việc ra quyết định đầu tư. Nghiên cứu của Hwang (2022) cho rằng thông tin được truyền miệng dường như không giúp các nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư tốt hơn. Trong khi đó nghiên cứu của Argan và cộng sự., (2014) lại cho thấy giữa sự hài lòng, ý định đầu tư và thông tin truyền miệng có mối quan hệ tích cực với nhau.

#### ***Quy định pháp luật về bảo hộ đầu tư***

Quy định của pháp luật về bảo hộ đầu tư tùy thuộc vào đặc điểm lịch sử và chính trị, kinh tế của các quốc gia. Nghiên cứu của Rizki & Jasmine (2018) tại 10 quốc gia Châu Á cho thấy quy định về pháp luật bảo hộ đầu tư có tác động tích cực đến việc xây dựng chính sách trong quản trị công ty và hiệu quả hoạt động. Việc quy định đầy đủ các biện pháp và cơ chế bảo hộ nhà đầu tư đồng thời hội nhập với thông lệ quốc tế sẽ góp phần nâng cao sự hiểu biết và ảnh hưởng đến việc ra quyết định của nhà đầu tư.

#### ***Kiến thức về đầu tư và pháp luật bảo hộ đầu tư***

Kiến thức hiểu biết của nhà đầu tư được xem là sự nắm bắt, am hiểu và thành thạo các kỹ thuật thu thập thông tin, phân tích và xử lý thông tin liên quan đến việc đầu tư. Bên cạnh đó là sự am hiểu và tuân thủ các quy định của pháp luật về đầu tư và bảo hộ đầu tư tại quốc gia và địa phương có dự án và doanh nghiệp đầu tư. Nghiên cứu của Dobešová và cộng sự., (2021) chỉ rõ kiến thức đóng một vai trò quan trọng trong việc nâng cao chất lượng của các quyết định đầu tư vào hệ thống thông tin. Kiến thức, thu nhập và khả năng kiểm soát bản thân cũng là các yếu tố quyết định đến việc ra quyết định đầu tư (Atmaningrum và cộng sự., 2021).

Dựa trên cơ sở việc phân tích và đánh giá các công trình nghiên cứu trước đây và việc phát triển các giả thuyết, chúng tôi đề xuất mô hình và các giả thuyết nghiên cứu như sau :

*H1a: Thông tin về dự án, doanh nghiệp đầu tư có tác động tích cực đến kiến thức hiểu biết về đầu tư và pháp luật của nhà đầu tư*

*H1b: Thông tin về dự án, doanh nghiệp đầu tư có tác động tích cực đến việc ra quyết định đầu tư*

*H2a: Chính sách hỗ trợ và khuyến khích đầu tư có tác động tích cực đến kiến thức hiểu biết về đầu tư và pháp luật bảo hộ của nhà đầu tư*

H2b: Chính sách hỗ trợ và khuyến khích đầu tư có tác động tích cực đến việc ra quyết định đầu tư

H3a: Kinh nghiệm của nhà đầu tư có tác động tích cực đến kiến thức hiểu biết về đầu tư và pháp luật

H3b: Kinh nghiệm của nhà đầu tư có tác động tích cực đến việc ra quyết định đầu tư

H4a: Ý kiến tư vấn đầu tư có tác động tích cực đến kiến thức hiểu biết về đầu tư và pháp luật của nhà đầu tư

H4b: Ý kiến tư vấn đầu tư có tác động tích cực đến việc ra quyết định đầu tư

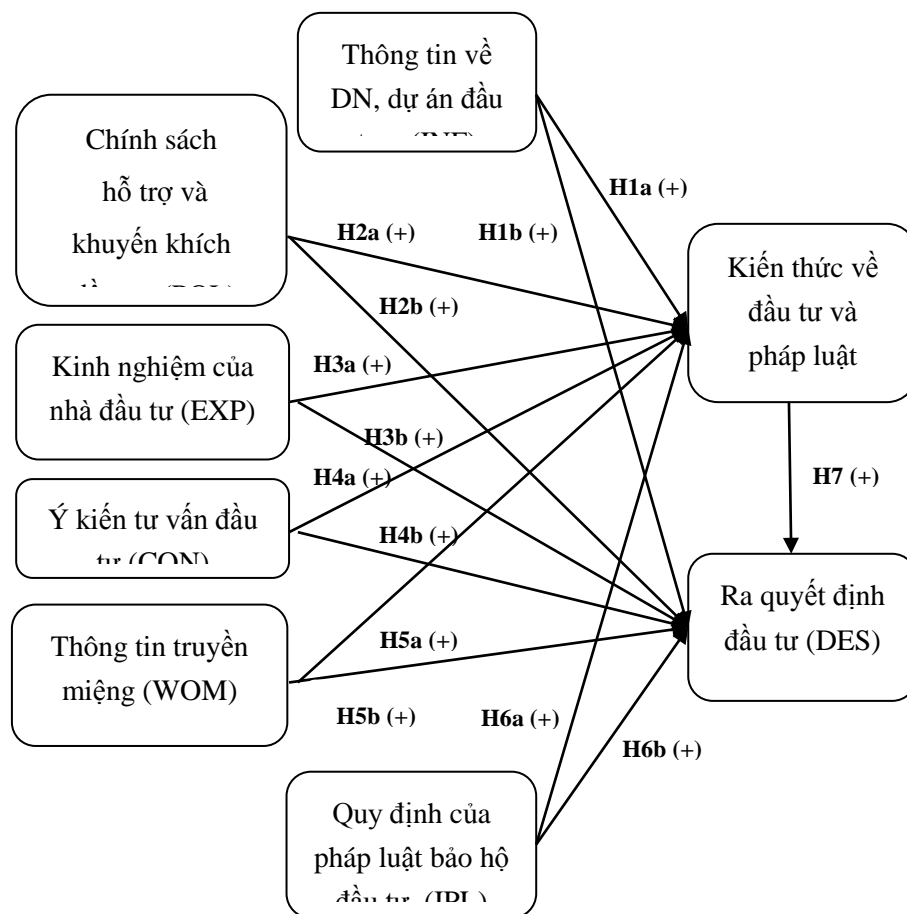
H5a: Thông tin truyền miệng có tác động tích cực đến kiến thức hiểu biết về đầu tư và pháp luật của nhà đầu tư

H5b: Thông tin truyền miệng có tác động tích cực đến việc ra quyết định đầu tư

H6a: Quy định của pháp luật bảo hộ đầu tư có tác động tích cực đến kiến thức hiểu biết về đầu tư và pháp luật của nhà đầu tư

H6b: Quy định của pháp luật bảo hộ đầu tư có tác động tích cực đến việc ra quyết định đầu tư

H7: Kiến thức hiểu biết về đầu tư và pháp luật của nhà đầu tư có tác động tích cực đến việc ra quyết định đầu tư



**Hình 1.** Mô hình nghiên cứu đề xuất và các giả thuyết

## 2.2. Phương pháp nghiên cứu

Đề đạt được mục tiêu nghiên cứu, nhóm tác giả đã tiến hành việc thiết kế, xây dựng thang đo, chọn mẫu cụ thể như sau :

Nhóm tác giả tiến hành nghiên cứu sơ bộ và nghiên cứu chính thức để kiểm tra các giả thuyết xây dựng (hình 1). Đối tượng phỏng vấn là các nhà đầu tư hiện đang đầu tư vào các doanh nghiệp trong lĩnh vực bán lẻ tại Việt Nam. Trong nghiên cứu sơ bộ, nhóm tác giả tiến hành phỏng vấn sâu, thảo luận nhóm với các chuyên gia trong lĩnh vực pháp luật bảo hộ nhà đầu tư, lĩnh vực kinh tế và các nhà đầu tư tại một số doanh nghiệp chuyên về bán lẻ tại 3 thành phố lớn là Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đà Nẵng. Mục đích của nghiên cứu sơ bộ là nhằm đánh giá nội dung của các thang đo thông qua việc kiểm tra cách mà các chuyên gia, nhà đầu tư mô tả về các khái niệm trong nghiên cứu.

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả căn cứ vào thông tin do Bộ kế hoạch và đầu tư Việt Nam để tiếp cận với bộ dữ liệu thông tin về các nhà đầu tư. Trên cơ sở thông tin này, nhóm nghiên cứu chỉ chọn các nhà đầu tư trong lĩnh vực bán lẻ vì đây là lĩnh vực thu hút được nhiều nhà đầu tư đến với thị trường Việt Nam để gửi thư ngỏ mời tham gia khảo sát qua email. Kết quả có 60 nhà đầu tư đồng ý thực hiện phỏng vấn trực tiếp và trả lời khảo sát trên giấy. Sau khi thiết lập thời gian và lịch hẹn trong khoảng thời gian tháng 10/2022-2/2023, nhóm nghiên cứu thu được 53 bản trả lời giấy trực tiếp và bên cạnh đó có 310 bản trả lời được gửi về email. Tổng cộng thu được 363 bảng khảo sát và sau khi sàng lọc, có 263 bản khảo sát được giữ lại để phân tích. Căn cứ vào quan điểm của Hair và cộng sự. (2010) thì số lượng mẫu cần thiết tối thiểu để đáp ứng các ràng buộc thống kê ít nhất phải gấp 5 lần tổng số mục ( $5 \times 36 = 180$ ). Do đó cỡ mẫu của nghiên cứu này là 263 là tương đối đảm bảo tính phù hợp. Thông tin chi tiết mẫu nghiên cứu được trình bày trong bảng 1.

**Bảng 1.** Thống kê mô tả mẫu

<b>Các đặc điểm của mẫu</b>	<b>Tần suất</b>	<b>Tỷ lệ (%)</b>
<b>Giới tính của nhà đầu tư</b>	<b>N = 263</b>	<b>100</b>
Nam	193	73.3
Nữ	70	26.7
<b>Thời gian đầu tư tại Viet Nam đến hiện tại</b>	<b>N = 263</b>	<b>100</b>
Dưới 1 năm	65	24.7
Từ 1 đến 3 năm	126	47.9
Trên 3 năm	72	27.4
<b>Giá trị của khoản đầu tư</b>	<b>N = 263</b>	<b>100</b>
Dưới 10 tỷ VNĐ	72	14.0
Từ 10 đến dưới 20 tỷ VNĐ	136	26.5
Từ 20 đến dưới 30 tỷ VNĐ	99	19.3
Từ 30 đến dưới 40 tỷ VNĐ	121	23.5
Trên 40 tỷ VNĐ	86	16.7

(Nguồn : Điều tra của các tác giả, 2023)

Có 8 khái niệm chính được đo lường trong nghiên cứu này thông qua thang đo Likert 5 điểm với mức 1 (Hoàn toàn không đồng ý) đến mức 5 (Hoàn toàn đồng ý). Nội dung các quan sát này được nhóm tác giả kế thừa từ nghiên cứu của các tác giả : Bashir và cộng sự., (2013), Rasheed và cộng sự., (2018), Wangzhou và cộng sự., (2021) và ý kiến của các chuyên gia trong lĩnh vực luật bảo hộ đầu tư, lĩnh vực kinh tế. Chi tiết các thang đo được trình bày trong bảng 2.

**Bảng 2.** Thang đo sử dụng trong nghiên cứu

Ký hiệu	Thang đo (Các quan sát_	Nguồn tham khảo
<b>Thông tin về doanh nghiệp và dự án dự kiến đầu tư (INF)</b>		
INF1	Danh tiếng/thông tin của doanh nghiệp, dự án dự kiến đầu tư	Bashir và cộng sự., (2013),
INF2	Lĩnh vực kinh doanh của doanh nghiệp/dự án	
INF3	Danh tiếng của các cổ đông đang nắm giữ dự án, doanh nghiệp	
INF4	Các chỉ số về năng lực tài chính hiện tại	
INF5	Sức hấp dẫn của việc đầu tư	
<b>Chính sách và ưu đãi đầu tư (POL)</b>		
POL1	Việt Nam thể hiện nguyên tắc đối xử quốc gia và đối xử tối huệ quốc đúng luật pháp quốc tế về quyền lợi của nhà đầu tư	Vietnamese National Assembly (2020), Ý kiến chuyên gia, Phát triển của các tác giả
POL2	Môi trường và thủ tục hành chính trong bảo hộ đầu tư tại Việt Nam đã có nhiều cải cách, tiến bộ	
POL3	Các biện pháp bảo đảm đầu tư, cơ chế bảo hộ đầu tư đã có nhiều thay đổi	
POL4	Có chính sách ưu đãi, khuyến khích đối với từng dự án, ngành nghề và địa phương trọng điểm	
<b>Kinh nghiệm của nhà đầu tư (EXP)</b>		
EXP1	Tôi sử dụng thông tin của chính mình để đưa ra quyết định đầu tư	Rasheed và cộng sự., (2018),
EXP2	Tôi thường có thể bảo vệ lợi ích đầu tư của mình	
EXP3	Khi tôi có được thứ mình muốn, thường là do tôi đã làm việc chăm chỉ để đạt được nó	
EXP4	Khi tôi lập kế hoạch đầu tư, tôi gần như chắc chắn sẽ thực hiện họ làm việc	
EXP5	Tôi sử dụng phân tích xu hướng để đưa ra quyết định đầu tư	
<b>Ý kiến tư vấn (CON)</b>		
CON1	Ý kiến của đơn vị/cá nhân môi giới	Bashir và cộng sự., (2013), Rasheed và
CON2	Ý kiến của các thành viên trong gia đình	

Ký hiệu	Thang đo (Các quan sát_	Nguồn tham khảo
CON3	Đề xuất của bạn bè và đồng nghiệp	cộng sự., (2018),
CON4	Ý kiến của các cổ đông lớn trong công ty	
<b>Thông tin truyền miệng (WOM)</b>		
WOM1	Tôi thường tin vào tuyên bố từ các cơ quan đại diện chính phủ	Bashir và cộng sự., (2013), Rasheed và cộng sự., (2018), Wangzhou và cộng sự., (2021), Phát triển của các tác giả
WOM2	Tôi coi thông tin truyền miệng từ bạn bè và người thân là nguồn tham khảo đáng tin cậy cho các quyết định đầu tư của mình	
WOM3	Tôi luôn thay đổi quyết định đầu tư của mình theo thông tin của mọi người	
WOM4	Tôi nghĩ thông tin của mọi người quan trọng hơn thông tin tôi có	
<b>Quy định của pháp luật về bảo hộ đầu tư (IPL)</b>		
IPL1	Tài sản hợp pháp của tôi sẽ không bị quốc hữu hóa hoặc bị trưng mua, trưng dụng bằng biện pháp hành chính	Vietnamese National Assembly (2020), Ý kiến chuyên gia, Phát triển của các tác giả
IPL2	Tôi được đảm bảo các hoạt động đầu tư cho kinh doanh của mình không bị hạn chế và thu hẹp	
IPL3	Tôi được chuyển ra nước các loại tài sản thuộc sở hữu hợp pháp của mình sau khi thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ tài chính đối với Nhà nước Việt Nam	
IPL4	Quyền lợi của tôi sẽ luôn được đảm bảo tối đa theo hướng có lợi nhất khi có sự thay đổi pháp luật tại Việt Nam	
IPL5	Tranh chấp liên quan đến hoạt động đầu tư kinh doanh của tôi tại Việt Nam được giải quyết thông qua thương lượng, hòa giải	
<b>Sự hiểu biết của nhà đầu tư (UND)</b>		
UND1	Tôi có thể xác định các vấn đề sẽ xảy ra trong các khoản đầu tư của mình	Bashir và cộng sự., (2013), Rasheed và cộng sự., (2018), Wangzhou và cộng sự., (2021), Ý kiến chuyên gia, Phát triển của các tác giả
UND2	Tôi tự tin về khả năng đầu tư của mình	
UND3	Tôi am hiểu về đầu tư	
UND4	Tôi nắm bắt được các thông tin về doanh nghiệp và dự án mà tôi dự định đầu tư	
UND5	Tôi tìm hiểu kỹ lưỡng về quy định pháp luật bảo hộ đầu tư tại Việt Nam	
<b>Ra quyết định đầu tư (DES)</b>		
DES1	Tôi thường thực hiện các khoản đầu tư phù hợp với mình	Rasheed và cộng sự., (2018), Wangzhou và cộng sự., (2021)
DES2	Khi đầu tư, tôi tin tưởng vào cảm xúc và phản ứng bên trong của mình	

Ký hiệu	Thang đo (Các quan sát_	Nguồn tham khảo
DES3	Khi đầu tư, tôi dựa vào bản năng của mình	
DES4	Khi tôi đầu tư, điều quan trọng hơn đối với tôi là cảm thấy đầu tư là đúng đắn hơn là có một lý do hợp lý cho nó.	

### 3. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Nghiên cứu sử dụng phương pháp đa phân tích trong một quy trình gồm nhiều bước. Đầu tiên, CFA, SEM được sử dụng để đánh giá mô hình đo lường và ý nghĩa thống kê của các quan hệ giả thuyết (nhân quả - trung gian) trong mô hình cấu trúc được đề xuất bằng phần mềm AMOS 23. Việc đo lường các khái niệm trong mô hình sử dụng phương pháp biến quan sát tái lập. Đồng thời sử dụng Bootstrapping với 1000 mẫu lấy có hoàn lại từ mẫu gốc với mức ý nghĩa 0.05 để kiểm định lại các mối quan hệ giữa các biến trong mô hình.

#### 3.1. Kết quả nghiên cứu

**Bảng 3.** Thống kê về hệ số tải, độ tin cậy, phương sai trích của các nhân tố

Nhân tố	Quan sát	Hệ số tải	Mean	CA	C.R	AVE
Thông tin về doanh nghiệp và dự án dự kiến đầu tư (INF)	INF1	.753	4.238	.898	.907	.666
	INF2	1.000				
	INF3	.680				
	INF4	.906				
	INF5	.692				
Chính sách và ưu đãi đầu tư (POL)	POL1	1.000	3.695	.894	.879	.654
	POL2	.627				
	POL3	.621				
	POL4	.916				
Kinh nghiệm của nhà đầu tư (EXP)	EXP1	.887	3.563	.905	.977	.896
	EXP2	.950				
	EXP3	.924				
	EXP4	.967				
	EXP5	1.000				
Ý kiến tư vấn (CON)	CON1	1.000	3.967	.901	.933	.777
	CON2	.915				
	CON3	.790				
	CON4	.805				
Thông tin truyền	WOM1	1.000	3.561	.853	.852	.599



Nhân tố	Quan sát	Hệ số tải	Mean	CA	C.R	AVE
miệng (WOM)	WOM2	.678				
	WOM3	.604				
	WOM4	.756				
Quy định của pháp luật về bảo hộ đầu tư (IPL)	IPL1	.874	4.214	.898	.943	.770
	IPL2	.959				
	IPL3	.826				
	IPL4	1.000				
	IPL5	.694				
Sự hiểu biết của nhà đầu tư (UND)	UND1	.914	4.493	.941	.975	.885
	UND2	.931				
	UND3	.882				
	UND4	1.000				
	UND5	.972				
Ra quyết định đầu tư (DES)	DES1	.949	3.942	.834	.967	.881
	DES2	.933				
	DES3	.868				
	DES4	1.000				

Lưu ý: CR: Composite Reliability; AVE: Average Variance Extracted

(Nguồn : Phân tích từ SPSS các tác giả, 2023)

Theo các giá trị trong bảng 3, phạm vi giá trị CA từ 0.834-0.941 và phạm vi CR từ 0.852-0.977, tất cả đều cao hơn 0.6 nên thang đo của nghiên cứu đạt được độ tin cậy (Hair và cộng sự, 2010).

Căn cứ vào bảng 2 thì tất cả các hệ số tải đều trên 0.5 và giá trị AVE của tất cả các cấu trúc nằm trong khoảng từ 0.599-0.896, cao hơn 0.5 (Hair và cộng sự, 2010). Như vậy thang đo đạt được giá trị hội tụ. Ngoài ra theo điều kiện của Fornell & Larcker (1981), căn bậc hai của AVE lớn hơn 0.7 thì các cặp khái niệm trong mô hình đạt được giá trị phân biệt. Căn cứ vào bảng 4 thì các giá trị này đạt từ 0.773-0.956. Như vậy kết quả này khẳng định rằng tính đơn hướng, độ tin cậy, giá trị phân biệt và giá trị hội tụ của các thang đo sử dụng trong mô hình nghiên cứu.

**Bảng 4.** Phân tích độ phân biệt

Nhân tố	EXP	POL	IPL	WOM	CON	INF	DES	UND
EXP	<b>.956</b>	.163	-.068	.328	.204	.082	.349	.363
POL	.163	<b>.808</b>	.054	.364	.069	.048	.421	.215

Nhân tố	EXP	POL	IPL	WOM	CON	INF	DES	UND
IPL	-.068	.054	<b>.877</b>	.308	-.002	-.026	.222	.261
WOM	.328	.364	.308	<b>.773</b>	.310	.019	.302	.339
CON	.204	.069	-.002	.310	<b>.881</b>	-.056	.243	.287
INF	.082	.048	-.026	.019	-.056	<b>.816</b>	.297	.363
DES	.349	.421	.222	.302	.243	.297	<b>.938</b>	.588
UND	.363	.215	.261	.339	.287	.363	.588	<b>.940</b>

Lưu ý: Các hình in đậm và in nghiêng là căn bậc hai của AVE cho các nhân tố

(Nguồn : Phân tích từ SPSS các tác giả, 2023)

Kết quả phân tích nhân tố CFA cho thấy mô hình tối hạn phù hợp với dữ liệu thị trường do có Chi-square/df = 1.356 < 2; GFI = 0.866 > 0.8; TLI = 0.968 > 0.9; CFI = 0.971 > 0.9; RMSEA = 0.037 < 0.08.

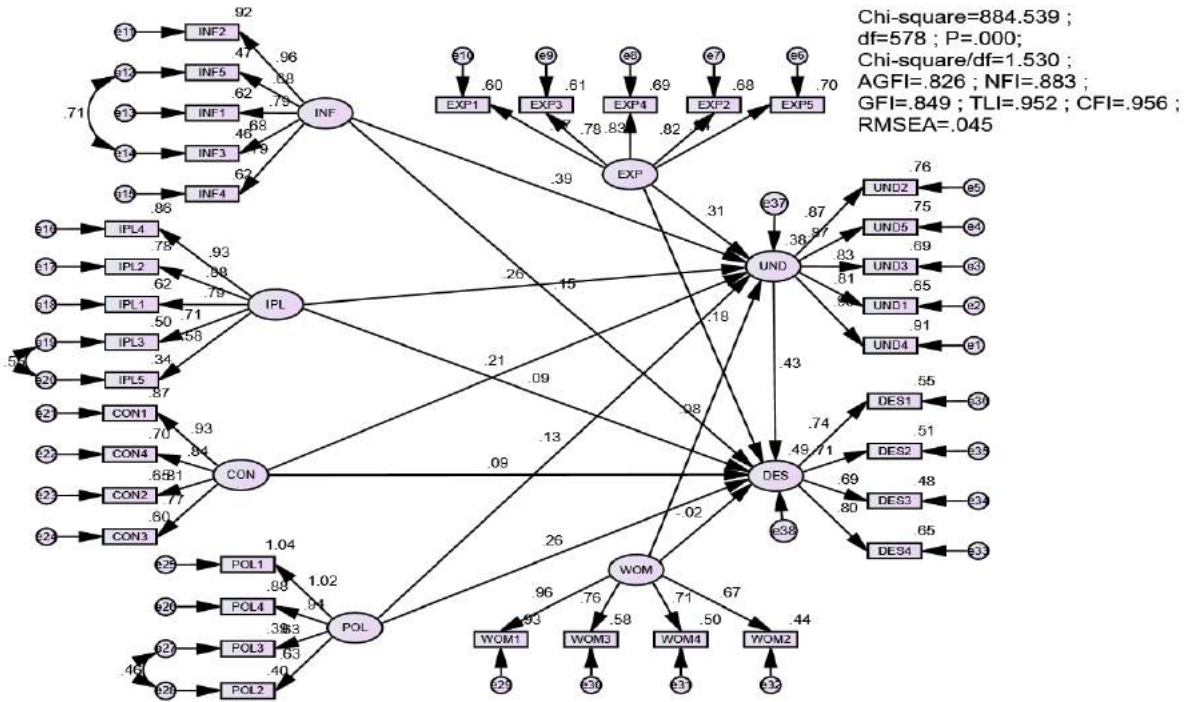
**Bảng 5.** Kết của phân tích SEM

Path	Hypothesis	Estimate	S.E.	C.R.	P	Decision on Hypothesis
EXP → UND	H3a	.313	.049	5.640	***	Accepted
INF → UND	H1a	.387	.042	7.148	***	Accepted
IPL → UND	H6a	.259	.046	4.804	***	Accepted
CON → UND	H4a	.214	.042	3.976	***	Accepted
POL → UND	H2a	.125	.039	2.506	.012	Accepted
WOM → UND	H5a	.084	.040	1.587	.112	Rejected
UND → DES	H7	.433	.047	5.898	***	Accepted
INF → DES	H1b	.154	.031	2.498	.012	Accepted
EXP → DES	H3b	.182	.034	2.985	.003	Accepted
IPL → DES	H6b	.092	.032	1.578	.115	Rejected
CON → DES	H4b	.085	.029	1.499	.134	Rejected
POL → DES	H2b	.264	.027	4.950	***	Accepted
WOM → DES	H5b	-.017	.027	-.313	.754	Rejected

(Nguồn : Phân tích từ AMOS các tác giả, 2023)

Các chỉ số trong mô hình xem hình 2 cho thấy sự phù hợp của dữ liệu với thị trường và có thể chấp nhận được (Chi-square = 884.539; Chi-square/df = 1.53 < 2; GFI = 0.849 > 0.8; TLI = 0.952 > 0.9; CFI = 0.956 > 0.9; RMSEA = 0.045 < 0.08). Dựa trên kết quả tại bảng 5 cho thấy, trong số 13 giả thuyết thì có 9 giả thuyết được chấp nhận (H1a, H1b, H2a, H2b, H3a, H3b, H4a,

H6a, H7). Các giả thuyết còn lại bao gồm H4b, H5a, H5b, H6b không được chấp nhận do có P-value > 0.05 với các chỉ số lần lượt là (0.134, 0.112, 0.754, 0.115).



**Hình 2.** Mô hình SEM chưa chuẩn hóa

Cụ thể, thông tin truyền miệng không hề có tác động có ý nghĩa đối với sự hiểu biết về pháp luật bảo hộ đầu tư cũng như là việc ra quyết định của nhà đầu tư (H5a:  $\beta = 0.084$ , p-value = 0.112; H5b :  $\beta = -0.017$ , p-value = 0.754). Đây cũng là điều dễ dàng chấp nhận bởi dạng thông tin này có độ chính xác và tin cậy đối với nhà đầu tư không cao vì vậy chỉ là một kênh thông tin tham khảo chứ không có tác động ảnh hưởng đến việc ra quyết định của nhà đầu tư. Trong khi đó ý kiến của nhà tư vấn rất hữu ích có tác động tích cực đến sự hiểu biết của nhà đầu tư về pháp luật bảo hộ đầu tư song lại chưa có tác động có ý nghĩa thống kê ảnh hưởng đến việc ra quyết định của nhà đầu tư (H4b:  $\beta = 0.085$ , p-value = 0.134). Bên cạnh đó kết quả của nghiên cứu cũng cho thấy nội dung quy định của pháp luật bảo hộ nhà đầu tư hiện nay tại Việt Nam không có ảnh hưởng trực tiếp và tích cực đến việc ra quyết định của nhà đầu tư (H6b:  $\beta = 0.092$ , p-value = 0.115).

**Bảng 6.** Phân tích tác động trực tiếp và gián tiếp

Biến	Loại ảnh hưởng	WOM	POL	CON	IPL	INF	EXP	UND
UND	Trực tiếp	.084	.125**	.214**	.259**	.387**	.313**	-
	Gián tiếp	-	-	-	-	-	-	-
	Tổng tác động	.084	.125**	.214**	.259**	.387**	.313**	-
DES	Trực tiếp	-.017	.264**	.085	.092	.154*	.182**	.433**
	Gián tiếp	.036	.054*	.093**	.112**	.167**	.135**	-
	Tổng tác động	.019	.318*	.178**	.204**	.321**	.468**	.433**

Lưu ý: Mức ý nghĩa: \* $p < 0.05$ , \*\* $p < 0.01$ .

Kết quả từ phương pháp Bias-Corrected Bootstrap với 1.000 mẫu bootstrap chỉ ra rằng mối quan hệ gián tiếp của các nhân tố trong mô hình. Cụ thể, mối quan hệ CON→UND→DES với  $\beta = 0.178$ , p-value = 0.001 < 0.1; 95% CI [0.023; 0.079] và IPL→UND→DES với  $\beta = 0.204$ , p-value = 0.000 < 0.1; 95% CI [0.036; 0.098] là trung gian toàn phần. Các mối quan hệ POL→UND→DES với  $\beta = 0.318$ , p-value = 0.013 < 0.1; 95% CI [0.007; 0.052]; INF→UND→DES với  $\beta = 0.321$ , p-value = 0.001 < 0.1; 95% CI [0.052; 0.133]; EXP→UND→DE với  $\beta = 0.468$ , p-value = 0.001 < 0.1; 95% CI [0.048; 0.122] là trung gian một phần. Tuy vậy tương tác trực tiếp giữa thông tin truyền miệng (WOM) đến việc ra quyết định của nhà đầu tư cũng như  $\beta = 0.019$ , p-value = 0.200 > 0.1; 95% CI [-0.009; 0.05]). tương tác gián tiếp thông qua trung gian kiến thức hiểu biết về pháp luật bảo hộ đầu tư hoàn toàn không có ý nghĩa thống kê.

### 3.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Nghiên cứu này đã áp dụng mô hình cấu trúc tuyến tính để xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến việc ra quyết định của nhà đầu tư cá nhân thông qua vai trò trung gian kiến thức hiểu biết về đầu tư và pháp luật bảo hộ đầu tư của chính họ trong phạm vi lĩnh vực bán lẻ tại thị trường Việt Nam. Từ trước cho đến nay mặc dù đã có một vài nghiên cứu về vấn đề này tại thị trường Việt Nam song các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào góc độ ra quyết định đầu tư trong lĩnh vực chứng khoán và chưa có các nghiên cứu đi sâu vào mối quan hệ giữa pháp luật bảo hộ đầu tư, kiến thức hiểu biết của nhà đầu tư và việc ra quyết định của họ.

Nghiên cứu cho thấy kiến thức hiểu biết của nhà đầu tư tác động tích cực đến việc ra quyết định đầu tư. Mối quan hệ tác động này cũng hoàn toàn tương đồng với nghiên cứu của Dobešová et al., (2021), Atmaningrum et al., (2021). Điều này nhận thấy rằng một khi nhà đầu tư có kiến thức hiểu biết về đầu tư (môi trường, thủ tục), am hiểu các nội dung của pháp luật bảo hộ đầu tư (biện pháp và cơ chế bảo hộ) tại thị trường mà họ dự định đầu tư sẽ dẫn đến việc ra cân nhắc và quyết định đầu tư chắc chắn hơn.

Ngoài ra, kết quả của nghiên cứu cũng cho thấy thông tin về dự án, doanh nghiệp đầu tư; chính sách hỗ trợ và khuyến khích đầu tư từ phía chính phủ, địa phương, doanh nghiệp; kinh nghiệm vừa có tác động trực tiếp vừa có tác động gián tiếp qua trung gian kiến thức hiểu biết của nhà đầu tư đến việc ra quyết định đầu tư. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm này tại thị trường Việt Nam của các tác giả cũng tương đối tương đồng với các nghiên cứu của Scherer et al., (2023), Gill et al., (2018), Bashir et al., (2013), Khawaja & Alharbi, (2021), Chandra & Kumar (2011) và một số các nghiên cứu khác. Điều này cho thấy rằng việc ra quyết định đầu tư phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau trong đó có những yếu tố thuộc về chính bản thân nhà đầu tư, yếu tố thuộc các chủ thể khác bên ngoài và thông tin về dự án và doanh nghiệp mà nhà đầu tư đang quan tâm.

Bên cạnh đó nhân tố ý kiến tư vấn của những người ủng hộ xung quanh, quy định cụ thể của pháp luật bảo hộ đầu tư tại thị trường Việt Nam cũng có tác động gián tiếp gián tiếp đến việc ra quyết định đầu tư qua trung gian kiến thức hiểu biết của nhà đầu tư. Mặc dù mối quan hệ trực tiếp của các nhân tố này đến việc ra quyết định không có ý nghĩa thống kê và kết quả này trái ngược với các nghiên cứu của Bashir et al., (2013), Mohamad et al., (2017). Điều này cũng có thể giải thích rằng tại thị trường Việt Nam đối với một quốc gia chưa có nền kinh tế thị trường phát triển, thị trường chứng khoán vẫn còn nhiều thông tin chưa đầy đủ, minh bạch và kịp thời thì ý kiến tư vấn của những người ủng hộ chỉ mang tính chất tham khảo chứ không hoàn toàn tác động trực tiếp đến việc ra quyết định.

Nghiên cứu cũng chứng minh rằng thông tin truyền miệng không có tác động trực tiếp cũng như gián tiếp thông qua trung gian kiến thức hiểu biết của nhà đầu tư đến việc ra quyết định đầu tư. Điều này cho thấy nghiên cứu tương đồng với kết quả của Hwang (2022) khi khẳng định rằng thông tin được truyền miệng dường như không giúp các nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư tốt hơn. Đây cũng là điều hợp lý bởi lẽ thông tin truyền miệng dù thông qua phát ngôn của chủ thể nào cũng đều chỉ là các thông tin mang tính tham khảo và hoàn toàn chưa đảm bảo độ tin cậy cho việc ra quyết định.

Thông qua kết quả nghiên cứu này, các tác giả nhận thấy rằng dưới góc độ hàm ý chính sách các cơ quan quản lý nhà nước tại các quốc gia đang phát triển như Việt Nam cần phải tiếp tục rà soát, đối chiếu các quy định pháp luật về đầu tư, bảo hộ đầu tư so với các thông lệ và luật pháp quốc tế để đảm bảo tính đồng bộ, nhất quán trong việc tôn trọng các nguyên tắc đối xử quốc gia, nguyên tắc tối huệ quốc. Các nhà quản lý tại các địa phương cũng như quản lý tại các doanh nghiệp cần thu hút đầu tư cũng cần nghiên cứu và gia tăng hơn nữa các chính sách khuyến khích và hỗ trợ đầu tư, có các biện pháp gia tăng việc công khai, minh bạch và cụ thể hóa thông tin về dự án và doanh nghiệp cần đầu tư. Bên cạnh đó cần tổ chức việc tuyên truyền, phổ biến thông tin về các biện pháp và công cụ bảo hộ đầu tư.

Nghiên cứu này cũng có hạn chế đó là chỉ chọn lọc một số nhân tố cơ bản để xây dựng mô hình nghiên cứu và chưa xây dựng một hoặc một số các nhân tố làm biến điều tiết. Phạm vi của nghiên cứu cũng chỉ khảo sát điều tra đối với các nhà đầu tư cá nhân trong phạm vi lĩnh vực bán lẻ tại một số các thành phố lớn tại Việt Nam. Phương pháp chọn mẫu thuận tiện do đó cũng hàm chứa các sai số về tính đại diện cho tổng thể.

#### 4. Kết luận

Nghiên cứu này khám phá ảnh hưởng của các nhân tố khác nhau thuộc về bản thân nhà đầu tư, thuộc về dự án, doanh nghiệp cần đầu tư, thuộc về các chính phủ, địa phương, thông tin truyền miệng, quy định pháp luật về đầu tư và bảo hộ đầu tư đối với việc ra quyết định đầu tư thông qua trung gian nhân tố kiến thức hiểu biết của nhà đầu tư. Dựa trên một số các lý thuyết nền như lý thuyết tâm lý, lý thuyết tài chính, lý thuyết thông tin hiệu quả, lý thuyết hành vi, lý thuyết triển vọng các tác giả đã kế thừa các nghiên cứu trước đó để phát triển các giả thuyết và xây dựng mô hình nghiên cứu. Kết quả của nghiên cứu khẳng định rằng việc ra quyết định của nhà đầu tư chịu sự ảnh hưởng của nhiều nhân tố khác nhau qua trung gian kiến thức hiểu biết về đầu tư và pháp luật bảo hộ đầu tư. Phát hiện của nghiên cứu này đặc biệt là mô hình thực nghiệm và thang đo đề xuất sẽ là tiền đề các nghiên cứu tiếp theo.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Argan, M., Sevil, G., & Yalama, A. (2014). The Effect of Word-of-Mouth Communication on Stock Holdings and Trades: Empirical Evidence From an Emerging Market. *Journal of Behavioral Finance*, 15(2), 89–98. <https://doi.org/10.1080/15427560.2014.914029>
- Atmaningrum, S., Kanto, D. S., & Kisman, Z. (2021). Investment Decisions: The Results of Knowledge, Income, and Self-Control. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179–211. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(91\)90020-T](https://doi.org/10.1016/0749-5978(91)90020-T)
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2002). Psychological biases of investors. In *Financial Service Review* (Vol. 11, pp. 97–116).
- Bashir, T., Javed, A., Butt, A. A., Azam, N., Tanveer, A., & Ansar, I. (2013). An Assessment Study on the Factors Influencing the Individual Investor Decision Making Behavior”. *IOSR*

- Journal of Business and Management*, 9(5), 37–44.  
www.iosrjournals.org
- Cao, M. M., Nguyen, N. T., & Tran, T. T. (2021). Behavioral Factors on Individual Investors' Decision Making and Investment Performance: A Survey from the Vietnam Stock Market. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 845–853. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO3.0845>
- Chandra, A., & Kumar, R. (2011). Factors Influencing Indian Individual Investor Behaviour: Survey Evidence. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2029642>
- Chu, C. C., Tsai, S. B., Chen, Y., Li, X., Zhai, Y., Chen, Q., Jing, Z., Ju, Z. Z., & Li, B. (2017). An empirical study on the relationship between investor protection, government behavior, and financial development. *Sustainability*, 9(12). <https://doi.org/10.3390/su9122199>
- Dobešová, L., Janků, D., Krčál, M., & Zareravasan, A. (2021). *Knowledge Factors Influencing IS Investment Decision-Making*. [https://www.researchgate.net/publication/354376757\\_Knowledge\\_Factors\\_Influencing\\_IS\\_Investment\\_Decision-Making](https://www.researchgate.net/publication/354376757_Knowledge_Factors_Influencing_IS_Investment_Decision-Making)
- Fornell, C., & Larcker, D. F. (1981). Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error. *Journal of Marketing Research*, 18(1), 39–50.
- Gill, S., Khurshid, M. K., Mahmood, S., & Ali, A. (2018). Factors Effecting Investment Decision Making Behavior: The Mediating Role of Information Searches. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 7(4), 758–767. <https://european-science.com/eojnss/article/view/5530>
- Hair, J., Black, W., Babin, B., & Anderson, R. (2010). Multivariate Data Analysis: A Global Perspective. In *Multivariate Data Analysis: A Global Perspective* (Vol. 7th).
- Hwang, B.-H. (2022). The Impact of Word-of-Mouth Communication on Investors' Decisions and Asset Prices. In *Handbook of Financial Decision Making*. Elsevier BV. <https://doi.org/10.2139/SSRN.4118285>
- Jan, N., Liu, X., & Ullah, F. (2021). Factors affecting investment decision making: Evidence from investment firms, group of investors, non-profit organizations and individual investors in Pakistan. *Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues*, 24, 1–9. <https://www.proquest.com/openview/ef36ebd7eb8ed41fa07e2953a9773669/1?pq-origsite=gscholar&cbl=38868>
- Khawaja, M. J., & Alharbi, Z. N. (2021). Factors influencing investor behavior: an empirical study of Saudi Stock Market. *International Journal of Social Economics*, 48(4), 587–601. <https://doi.org/10.1108/IJSE-07-2020-0496/FULL/XML>
- Mohamad, A., Tahir, N. S., & Ahmad, Y. (2017). Factors Influencing Individual Investor's Decision. *Voice of Academia*, 12(2), 11–22. [https://ir.uitm.edu.my/id/eprint/31866/1/AJ\\_ARIFHA\\_MOHAMAD\\_VOA\\_K\\_17.pdf](https://ir.uitm.edu.my/id/eprint/31866/1/AJ_ARIFHA_MOHAMAD_VOA_K_17.pdf)
- Rasheed, M. H., Rafique, A., Zahid, T., & Akhtar, M. W. (2018). Factors influencing investor's decision making in Pakistan: Moderating the role of locus of control. *Review of Behavioral Finance*, 10(1), 70–87. <https://doi.org/10.1108/RBF-05-2016-0028/FULL/XML>
- Rizki, A., & Jasmine, A. (2018). Investor Protection, Corporate Governance, Firm Value: Research on the Companies in Asia. *KnE Social Sciences*, 3(10). <https://doi.org/10.18502/KSS.V3I10.3403>
- Sajid, M., Farooq, A., Afzal, M. A., & Sohail, N. (2015). Factors Affecting Investment

- Decision Making: Evidence from Equity Fund Managers and Individual Investors in Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(9), 2222–1697. [www.textroad.com](http://www.textroad.com)
- Scherer, T., Amer, A., Kareem, A., Fayed, Z. T., Rady, S., Amin El-Regaily, S., & Nema, B. M. (2023). Factors Influencing Investment Decisions in Financial Investment Companies. *Systems*, 11(3), 146. <https://doi.org/10.3390/SYSTEMS11030146>
- Vietnamese National Assembly. (2020). *Law on Investment*. [https://vbpl.vn/TW/Pages/vbpqen-toanvan.aspx?ItemID=11133&Keyword=investment law](https://vbpl.vn/TW/Pages/vbpqen-toanvan.aspx?ItemID=11133&Keyword=investment%20law)
- Wangzhou, K., Khan, M., Hussain, S., Ishfaq, M., & Farooqi, R. (2021). Effect of Regret Aversion and Information Cascade on Investment Decisions in the Real Estate Sector: The Mediating Role of Risk Perception and the Moderating Effect of Financial Literacy. *Frontiers in Psychology*, 12, 4760. <https://doi.org/10.3389/FPSYG.2021.736753/BIBTEX>
- Waweru, N. M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The effects of behavioural factors in investment decision-making: a survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 1(1), 24. <https://doi.org/10.1504/IJBEM.2008.019243>