

Tài
chính hành vi
(behavioral finance)
là môn khoa học được
phát triển gần đây trên
thế giới và khá mới mẻ ở
Việt Nam. Bài viết này giới
thiệu sơ lược những nội dung
cơ bản về tài chính hành
vi, bao gồm những phát
kiến gần đây trong môn
khoa học này, và khả
năng áp dụng lý

Tài chính hành vi và khả năng ứng dụng vào TTCK Việt Nam

THS. VÕ VĂN LAI

THS. LÊ THỊ THU HƯƠNG

Trường Đại học Tôn Đức Thắng

GIỚI THIỆU

Tài chính hành vi là một phân ngành kinh tế học nghiên cứu vấn đề tâm lý tác động đến hành vi của các chủ thể tham gia hoạt động tài chính và tác động đến hoạt động của thị trường. Theo nhiều nhà tài chính học hành vi, tài chính hành vi gồm hai nội dung cơ bản, *đó là tâm lý nhận thức và sự hạn chế của hoạt động kinh doanh chênh lệch giá*¹. Tâm lý nhận thức liên quan đến cách thức suy nghĩ của các chủ thể tham gia thị trường, còn những hạn chế của hoạt động kinh doanh chênh lệch giá đề cập đến khả năng dự báo trong điều kiện thị trường không hữu hiệu.

Từ những năm 1980, tâm lý hành vi ứng dụng trong kinh tế tài chính tiếp tục phát triển mạnh mẽ. Năm 1981, nhiều công trình nghiên cứu được xuất bản. Đáng kể hơn cả là những công trình của Tversky và Kahneman, Shiller (1981), Slovic (1982), Bondt và Thaler (1985),...

Đánh dấu sự chín muồi trong việc ứng dụng tâm lý hành vi trong hoạt động kinh tế, năm 2002, Denial Kahneman được trao giải Nobel về Kinh tế cho những đóng góp quan trọng của ông trong việc ứng dụng tâm lý vào khoa học kinh tế, và đặc biệt là ứng dụng vào việc ra quyết định trong điều kiện không chắc chắn. Nhiều nhà kinh tế tài chính nổi tiếng thế giới cũng nghiên cứu áp dụng khoa học hành vi vào thị trường tài chính như Eugene F. Fama, Richard Thaler và Barberis (đại học Chicago), Andrei Shleifer (đại học Harvard),... Năm 2003, Richard Thaler và Barberis công bố công trình về tài chính hành vi có tên *A survey of Behavioral Finance*; công trình này trở thành một trong những công trình cơ bản về tài chính hành vi, làm cơ sở cho việc phát triển những ứng dụng của khoa học hành vi vào lĩnh vực tài chính.

VI

Các hạn chế của lý thuyết chênh lệch giá

Khoa học tài chính truyền thống giả định rằng phản ứng của các chủ thể tham gia trên thị trường tài chính là hợp lý (rational). Tính hợp lý này thể hiện qua hai khía cạnh, một là các chủ thể cập nhật một cách chính xác và nhanh chóng các thông tin mới mà họ vừa có; hai là với những thông tin họ có, họ lựa chọn các quyết định một cách chấp nhận được. Theo lý thuyết này, những chủ thể thực hiện các quyết định đúng như những gì họ nên làm. Điều này dẫn đến thị trường được giả định là hiệu quả.

Tuy nhiên, giả thuyết thị trường hiệu quả (EMH) không giải thích được nhiều trường hợp thực tiễn khi các chủ thể phản ứng một cách không hợp lý. Cụ thể, khi thị trường tăng trưởng quá nóng trong một thời gian khá dài, giá cả chứng khoán lệch ra xa so với giá trị cơ bản, nhưng nhà đầu tư vẫn tiếp tục mua chứng khoán. Thêm vào đó, giả thuyết này cũng không giải thích được tại sao tỷ suất lợi nhuận bình quân giữa các ngành khác nhau lại khác nhau hay hành vi kinh doanh chứng khoán của các nhà đầu tư cá nhân.

Tài chính hành vi cho rằng, sự có mặt của các nhà kinh doanh không hợp lý (irrational traders) làm cho mức chênh lệch giữa giá cả chứng khoán và giá trị cơ bản của nó duy trì trong một khoảng thời gian đủ dài. Nhưng theo giả thuyết thị trường hiệu quả, mức chênh lệch này sẽ được điều chỉnh nhanh chóng bởi những nhà kinh doanh hợp lý (rational traders). Theo quan điểm của những nhà đầu tư hợp lý, nếu có mức chênh lệch xuất hiện thì sẽ tạo ra cơ hội kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage). Do đó họ sẽ tận dụng cơ hội này, và làm cho giá cả chứng khoán trở về mức giá trị của nó. Những nhà kinh doanh không hợp lý không đồng ý với quan điểm này và cho rằng, ngay cả khi có cơ hội chênh lệch giá xảy ra, thì việc loại bỏ mức chênh lệch này

NỘI DUNG CƠ BẢN CỦA TÀI CHÍNH HÀNH VI

không đơn giản và mất nhiều thời gian. Thêm vào đó, đôi khi việc thực hiện kinh doanh chênh lệch giá này vừa rủi ro vừa tốn kém, nên nó không hấp dẫn các nhà đầu tư, và như vậy, mức chênh lệch giá vẫn tồn tại.

Những vấn đề về tâm lý nhận thức

Một trong những vấn đề trọng tâm của tài chính hành vi là tâm lý nhận thức. Sau đây là một số nội dung chính của vấn đề này.

Quá tự tin (overconfident)

Nhiều nhà đầu tư quá tự tin vào khả năng của họ. Jay R. Ritter (2003) cho rằng quá tự tin của nhà đầu tư có thể được biểu hiện nhiều dạng. Chẳng hạn, nhiều nhà đầu tư đa dạng hóa danh mục đầu tư của họ quá thấp, nghĩa là họ chỉ tập trung vào một vài cổ phiếu, cho dù đó là những cổ phiếu của các công ty địa phương, những cổ phiếu mà họ hiểu biết khá rõ.

Tâm lý dựa vào kinh nghiệm (Heuristics)

Nhiều nghiên cứu về tài chính hành vi chỉ ra rằng, nhiều nhà đầu tư hành động dựa vào kinh nghiệm sẵn có của họ. Tversky and Kahneman (1974) đưa ra quy tắc “sẵn có” để mô tả hành động này. Theo hai tác giả, khi được hỏi tính xác suất một

sự kiện hay khả năng xảy ra sự kiện đó, người ta thường trả lời một cách đơn giản như những gì họ nghĩ. Nhiều người cho rằng, người nổi tiếng thường ít mắc sai lầm hơn. Chẳng hạn, khi đề cập đến một lĩnh vực nào đó, người ta thường dựa vào ý kiến của các chuyên gia trong lĩnh vực đó. Benartzi and Thaler (2001) thực hiện một cuộc khảo sát khi yêu cầu một số người đầu tư khoản tiền tiết kiệm có được vào N tài sản, nhiều người trong số họ nhanh chóng áp dụng quy luật $1/N$, nghĩa là phân bổ đồng đều nguồn vốn của họ cho N tài sản.

Tâm lý dựa vào kinh nghiệm được hệ thống rõ ràng vào năm 2002 khi Gilovich, Griffin and Kahneman (2002) tập hợp các công trình nghiên cứu liên quan từ năm 1982 trong cuốn “Kinh nghiệm và sự lệch lạc: tâm lý học của phán đoán trực giác – Heuristics and Biases: The Psychology of intuitive judgment”. Gilovich và Griffin đưa ra 6 loại kinh nghiệm chung (tác nhân, sự sẵn có, nguyên nhân, sự ảnh hưởng, sự tương tự và sự ngạc nhiên), và 6 loại kinh nghiệm đặc thù (sự thay thế quyền hạn, sự xúc phạm, nguyên mẫu, sự thừa nhận, sự chọn lựa do ưa thích và sự chọn lựa do lỗi).

Hiệu ứng bố trí ngược (disposition effect)

Hiệu ứng bố trí ngược xảy ra trong trường hợp nhà đầu tư vội vàng bán đi những khoản đem lại lợi nhuận và nắm giữ những khoản lỗ trong thời gian quá dài. Chẳng hạn, khi thị trường chứng khoán sôi động, nhà đầu tư thường bán chứng khoán ra nhiều hơn, và khi thị trường đi xuống, nhà đầu tư lại giữ chứng khoán trong một thời gian dài với hy vọng thị trường sẽ tăng lên trở lại. Điều này xảy ra ở hầu hết các thị trường. Chẳng hạn, vào cuối thập niên 1990, khi thị trường chứng khoán Nhật Bản giảm mạnh, khối lượng giao dịch giảm xuống hơn 80%.

Trung thành với quá khứ (considering the past)

Nhiều nhà đầu tư sử dụng những kết quả trong quá khứ để ra quyết định hiện tại. Thaler và Johnson nêu lên ba (03) hiệu ứng trung thành với quá khứ. Đó là hiệu ứng tiền kiếm được dễ dàng (house money effect), hiệu ứng ngại rủi ro và hiệu ứng điểm hòa vốn. Đối với hiệu ứng tiền kiếm được dễ dàng, hai ông thực hiện một thí nghiệm, trong đó cho một nhóm sinh viên chơi cờ bạc (một trong số họ đã thắng được 15 dollar) tiếp tục chơi xúc sắc với mức thắng là 4.5 dollar. 70% những sinh viên đã thắng ở lần trước tiếp tục chơi, trong khi chỉ có 41% sinh viên thua lần trước tham gia. Hiệu ứng này cho rằng, người ta thường dễ dàng chấp nhận rủi ro đối với những khoản tiền kiếm được một cách dễ dàng. Hiệu ứng ngại rủi ro cho rằng những người thất bại lần trước không sẵn sàng chấp nhận rủi ro cho những hoạt động đầu tư tiếp theo. Hiệu



ứng điểm hòa vốn xảy ra khi nhà đầu tư tìm cơ hội để đạt được mức hòa vốn do bị lỗ trước đó, bất chấp rủi ro cao có thể xảy ra.

Hiệu ứng tài sản quà tặng (endowment effect)

Hiệu ứng tài sản quà tặng là giả thuyết cho rằng người ta thường đánh giá cao đối với những tài sản mình sở hữu hơn là tài sản mà mình không sở hữu. Trong một thí nghiệm về hiệu ứng tài sản quà tặng được Thaler thực hiện, khi được hỏi về mức giá đối với một mặt hàng nước giải khát, những sinh viên sở hữu nước giải khát đặt giá gấp đôi so với những sinh viên không có nước giải khát. Tương tự, một nhà đầu tư thường đánh giá cao giá trị tài sản họ đang nắm giữ hơn. Vì thế, theo hiệu ứng này, nhà đầu tư thường giữ lại những tài sản họ đã sở hữu.

Quá lạc quan (Optimism)

Nhiều người quá lạc quan về khả năng của họ cũng như về tình hình kinh tế. Chẳng hạn, trong giai đoạn thị trường chứng khoán bùng nổ, nhiều người cho rằng, kinh doanh chứng khoán là ngành rất sáng sủa và đem lại lợi nhuận cao. Khi các ngành công nghệ cao bùng nổ, đặc biệt là các ngành công nghệ thông tin và internet trong những năm 1990, nhiều người cho rằng ngành này sẽ trở thành mũi nhọn và là ngành kiếm lời tốt nhất. Tuy nhiên, thực tiễn không hoàn toàn xảy ra như vậy.

Tình huống điển hình (Representativeness)

Trong tình huống điển hình, nhiều tình huống được xem như nhau khi chúng có một số tính chất giống nhau. Chẳng hạn, người ta thường đánh đồng những công ty làm ăn hiệu quả và đầu tư tài chính hiệu quả. Công ty làm ăn hiệu quả thường thể hiện thông qua các chỉ tiêu như lợi

nhuận cao, doanh thu tăng, tỷ lệ nợ xấu thấp, khả năng thanh toán tốt,... trong khi đầu tư tài chính hiệu quả thường thể hiện bằng sự gia tăng giá trị cổ phiếu trên thị trường (chênh lệch giá mua và bán). Tương tự, người ta có thể phân nhóm cổ phiếu tốt dựa vào sự tăng trưởng của công ty trong quá khứ mà lơ đi trường hợp sự tăng trưởng của công ty trong tương lai khó duy trì được mức độ như vậy. Hơn nữa, giá cổ phiếu những công ty như thế thường tăng cao, và đôi khi sẽ không có lợi trong việc đầu tư.

Trường hợp tình huống điển hình này còn thể hiện bằng việc người ta có khuynh hướng tin tưởng quá nhiều vào những kinh nghiệm gần đây. Những người này thường tập trung vào các yếu tố ngắn hạn. Chẳng hạn, vào cuối năm 2006 và đầu năm 2007, thị trường chứng khoán Việt Nam tăng mạnh, nhiều nhà đầu tư cho rằng, lợi nhuận từ hoạt động đầu tư chứng khoán lớn hơn “mức bình thường”. Tuy nhiên, khi xem xét cả quá trình từ năm 2000 đến 2008, những nhà đầu tư này có thể thay đổi quan điểm.

Vấn đề tình huống điển hình thường dẫn tới sự lệch lạc. Theo Knahneman và Tversky (1979), sự lệch lạc này có thể chia thành “sự hờ hững đối với các tỷ số cơ bản – base rate neglect” và “sự hờ hững đối với kích cỡ mẫu đại diện – sample size neglect”. Sự hờ hững đối với các tỷ số cơ bản thường liên quan đến các phép tính xác suất cơ bản mà người ta thường không chú ý. Còn sự hờ hững đối với kích cỡ mẫu đại diện thường xảy ra khi người ta dùng mẫu quá nhỏ để khảo sát rồi kết luận cho cả tổng thể. Điều này đôi khi được biết đến như là “luật số ít”.

(Xem tiếp số 28)

Lãi suất tháng 5

Sau khi áp dụng trần lãi suất huy động 12%/năm không lâu theo công điện 02 của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNNVN), vào 17/5/2008, NHNNVN đã tổ chức họp báo công bố cơ chế điều hành lãi suất mới. Theo quyết định được NHNNVN công bố, cơ chế điều hành lãi suất mới được xác định là theo lãi suất cơ bản, bỏ cơ chế lãi suất thỏa thuận trong hoạt động tín dụng thương mại bằng đồng Việt Nam đã được ban hành trước đây (theo Quyết định 546 ban hành năm 2002). Công điện số 02 về trần lãi suất huy động 12%/năm cũng hết hiệu lực thi hành. Kèm theo đó, lãi suất cơ bản cũng được NHNNVN công bố tăng từ 8,75%/năm lên 12%/năm, áp dụng từ 19.5.2008.

Các tổ chức tín dụng được phép ấn định lãi suất kinh doanh (cho vay, huy động) bằng đồng Việt Nam đối với khách hàng không vượt quá 150% lãi suất cơ bản do NHNNVN công bố áp dụng trong từng thời kỳ. Như vậy, mức lãi suất huy động, cho vay tối đa mà các tổ chức tín dụng có thể áp dụng đối với khách hàng là 18%/năm.

Định kỳ hằng tháng, NHNNVN sẽ công bố lãi suất cơ bản. Trong trường hợp cần thiết, NHNNVN công bố điều chỉnh kịp thời lãi suất cơ bản. Ngoài ra, NHNNVN cũng công bố mức lãi suất tái cấp vốn mới là 13%/năm và lãi suất tái chiết khấu là 11%/năm (đều áp dụng từ 19.5.2008).

Ngay sau khi công bố mức lãi suất mới, tất cả các Ngân Hàng Thương Mại (NHTM) đã có động thái tăng lãi suất huy động để phù hợp với những biến động của nền kinh tế, đặc biệt là tình hình lạm phát đã lên trên 12%. Nếu như trước đây, mức trần lãi suất huy động 12%/năm đã đẩy rất nhiều người gửi tiền, đặc biệt là những người có số tiền gửi không lớn rời xa ngân hàng vì lạm phát quá cao nên gửi tiền với lãi suất như vậy sẽ không có lãi thì giờ đây, việc bỏ trần lãi suất huy động 12%/năm sẽ đưa họ quay trở lại bởi mức lãi suất huy động sẽ trở nên hợp lý hơn. Khi một lượng lớn người gửi tiền đã quay trở lại ngân hàng, tính thanh khoản của các ngân hàng sẽ dần trở về bình thường.

Ngay sau quyết định này, NHTM đầu tiên thay đổi mức lãi suất là BIDV, tiếp theo đó là tất cả các NHTM cũng đã nâng mức lãi suất huy động của mình lên và tối đa khoảng 15.2%/năm và tối thiểu khoảng 12%/năm. Tuy nhiên, do lãi suất cho vay tối đa là 18%/năm nên đã khống chế lãi suất huy động và mức lãi suất huy động cũng căn cứ vào đó mà hình thành. Điều này cũng cảnh báo người gửi tiền không nên chọn những NHTM với lãi suất huy động sát hoặc bằng với mức 18%/năm (mức lãi suất cho vay tối đa) vì đó có thể là một ngân hàng có tình hình tài chính không lành mạnh. Người gửi nên chọn những NHTM có mức lãi suất ổn định, không quá cao hoặc không quá thấp sẽ đảm bảo hơn cho khoản tiền gửi của mình.

Theo TTXVN