



KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH, THẤT BẠI CỦA CHÍNH PHỦ

Cần bổ sung khung lý thuyết mới để điều chỉnh

PGS.TS. SỬ ĐÌNH THÀNH
& TS. BÙI THỊ MAI HOÀI

Thuyết thị trường cân bằng hầu như đã chi phối các chính sách điều hành kinh tế vĩ mô của các nền kinh tế. Nó là điểm tựa để chính phủ thực hiện thay đổi và điều chỉnh chính sách một khi thị trường tài chính bị “trục trặc”. Sự can thiệp của chính phủ suy cho cùng là để thị trường hướng đến trạng thái cân bằng mới của nó. Thế nhưng, khủng hoảng tài chính liên tục nổ ra, vòng xoáy bùng - vỡ bong bóng tài chính với quy mô ngày càng lớn. Để tìm ra câu trả lời, chúng ta cần phải có khung lý thuyết mới. Trong phạm vi bài viết này, chúng tôi dựa vào khung lý thuyết tài chính hành vi để lý giải bản chất khủng hoảng. Khung lý thuyết này giải quyết mối quan hệ giữa tư duy và hiện thực với hàm ý nhận thức và hành vi sai lầm của thị trường cũng như của chính phủ là cái có thực, không thể phủ nhận. Điều này dẫn đến một thực tế là thị trường không thể đạt được trạng thái cân bằng như trong lý thuyết. Thừa nhận kết quả như vậy thì chính phủ cần thay đổi mô hình can thiệp, qua đó hướng đến phát triển một thị trường bền vững hơn.

1. Thất bại thị trường và sự can thiệp của chính phủ

Adam Smith cho rằng bản thân cơ chế thị trường là hiệu quả. Thông qua mô hình cân bằng

cạnh tranh, dưới sự tương tác của cung và cầu, thị trường đạt được hiệu quả. Đó là khung lý thuyết cân bằng truyền thống. Sau đó, Arrow và Debreu đã thiết lập các ý nghĩa nội hàm của cơ chế thị trường (như hiệu quả Pareto) và các điều kiện thị trường cạnh tranh vận hành có hiệu quả (cạnh tranh hoàn hảo, không có ngoại tác, không có hàng hóa công...). Những người theo chủ nghĩa thị trường tự do chính thống cho rằng quy mô kém hiệu quả của thị trường là rất nhỏ; sự can thiệp của chính phủ vào thị trường chỉ làm cho mọi thứ trở nên tồi tệ hơn.

Tuy vậy, khái niệm thị trường, tự thân dẫn đến đầu ra hiệu quả, thực tế không đúng. Nhiều lý thuyết đã làm rõ vấn đề này. Grenwald và Stiglitz đã minh chứng rằng bất cứ khi nào thông tin không hoàn hảo hoặc thị trường không hoàn hảo, thì luôn có sự thừa nhận thị trường không đạt hiệu quả Pareto. Các lý thuyết ngoại tác cũng đã chỉ ra rằng, cho dù là ngoại tác tích cực hay tiêu cực, nhưng nhìn từ góc độ xã hội, cân bằng của thị trường đều chệch so với cân bằng của xã hội và làm giảm phúc lợi xã hội. Giải pháp của Coase về phân quyền tài sản cho các cá nhân để giải quyết lợi ích theo cơ chế thị trường cũng không giải quyết triệt để các vấn đề ngoại tác, đặc biệt là các ngoại tác có phạm vi lớn. Lý thuyết quyền lực thị trường chỉ ra rằng nếu một doanh nghiệp có khả năng tác động đến giá cả, thì việc phân bổ nguồn lực không hiệu quả. Doanh nghiệp có quyền lực thị trường có thể nâng giá bán hàng cao hơn chi phí biên bằng cách cắt giảm sản lượng cung cấp. Khi đó, một trong những điều kiện cần thiết để đạt hiệu quả xã hội không được tuân thủ thì nguồn lực xã hội không được sử dụng đầy đủ để sản xuất hàng hóa đó. Một doanh nghiệp có quyền lực thị trường, hay còn gọi là doanh nghiệp độc quyền, có thể tăng giá bằng nhiều cách khác nhau. Một khi đã xuất hiện độc quyền thì hầu như không có cơ hội cho những cá nhân hay doanh nghiệp khác thâm nhập vào thị trường.

Từ thất bại của thị trường, trong gần 1 thế kỷ qua, theo sau những minh chứng của các định đề cơ bản thuộc kinh tế học phúc lợi, đã hình thành mô hình phối hợp: Chính phủ và khu vực tư cùng hành động để giải quyết các vấn đề kinh tế - xã hội. Mô hình đối tác phối hợp được thể hiện rất rõ trong khu vực tài chính. Chính phủ có thể đưa ra các quy định nhằm thúc đẩy sự cạnh tranh của hệ thống tài chính. Rõ ràng, hoạt động tín dụng

thuộc trách nhiệm của khu vực tư, thế nhưng chính phủ có vai trò rất lớn. Chính phủ có thể tạo ra những định chế mới, mà ở đó - vì lý do này hay lý do khác - khu vực tư thất bại, để đáp ứng đầy đủ nhu cầu tín dụng cho xã hội. Chính phủ Mỹ có vai trò rất lớn trong thị trường thế chấp nhà ở; chính phủ Nhật đóng vai trò quyết định tạo lập các định chế tín dụng dài hạn...

Điều nổi bật trong mô hình đối tác phối hợp là về cơ bản chính sách kinh tế vẫn dựa vào khung lý thuyết thị trường cân bằng. Can thiệp của chính phủ là để điều chỉnh thị trường và tạo ra sự tương thích các động cơ, qua đó đưa thị trường hướng đến trạng thái cân bằng của nó. Nghĩa là, chính phủ có thể thay đổi trò chơi mà các đối tác tư nhân đang chơi theo cách thức nhằm tăng cường đầu ra hiệu quả nhất (Stiglitz, 1995). Khung lý thuyết này hình thành một viễn cảnh của mô hình can thiệp với thành tố chủ yếu thông qua sự vận hành các công cụ can thiệp của chính phủ như đánh thuế thấp và giảm bớt các qui định của chính phủ vào thị trường. Tất cả đã trở thành trật tự của cuộc sống thường nhật ở hầu hết các nền kinh tế phát triển từ thập niên 80 trở lại đây.

2. Các công cụ can thiệp của chính phủ

Chính phủ có thể can thiệp vào thị trường thông qua các công cụ:

- Đánh thuế;
- Hỗ trợ; và
- Quy định

Đánh thuế và hỗ trợ là những công cụ điều tiết giá cả thị trường, thường được sử dụng để giải quyết các vấn đề ngoại tác. Nhiều nhà kinh tế chỉ trích các công cụ này, vì nó quá đơn giản và thiên về phân phối thu nhập. Vả lại trong điều kiện thông tin bất cân xứng, thị trường bản thân nó không dẫn đến hiệu quả Pareto, từ đó hàm ý can thiệp bằng cơ chế giá cũng không hiệu quả. Hơn nữa, đánh thuế và hỗ trợ không thể bao phủ mọi khía cạnh và kiểm soát hành vi của các chủ thể tham gia thị trường, đặc biệt là khu vực tài chính. Vì lẽ đó, công cụ "quy định" đóng vai trò quan trọng trong việc giải quyết thất bại thị trường trên nhiều khía cạnh, đặc biệt là kiểm soát hành vi thị trường.

Theo lý thuyết thiết lập cơ chế, thì quy định chính là công cụ tạo ra khuôn khổ phối hợp và kiểm soát "trò chơi" của thị trường. Chính phủ có thể thiết kế các quy định để giải quyết ngoại tác

(như quy định phân vùng, trao quyền, giới hạn ô nhiễm); duy trì cạnh tranh, bảo vệ người tiêu dùng... Nhìn chung, các hình thức quy định được khái quát thành các nhóm: yêu cầu thông tin, cấm đoán, giới hạn hoặc bắt buộc.

- **Minh bạch:** Lực lượng thị trường luôn có động cơ che dấu thông tin, cho nên có cơ sở hợp lý để yêu cầu phải minh bạch. Thị trường không thể vận hành tốt trong điều kiện thông tin không hoàn hảo và bị bóp méo. Vì thế, yêu cầu thông tin cần được cải thiện để kiểm soát hành vi thị trường.

Tuy nhiên, việc thiết kế yêu cầu minh bạch thông tin thường gặp phải nhiều vấn đề rất phức tạp. Chính phủ quy định minh bạch nhưng không hẳn là loại trừ được rủi ro. Trong lĩnh vực tài chính, tất cả cáo bạch đầu tư đều miêu tả các rủi ro mà nhà đầu tư có lẽ phải đối mặt; mặc dù, các rủi ro được minh bạch đầy đủ nhưng trong cách thức không giúp cho các nhà đầu tư phân biệt mức độ rủi ro. Minh bạch về lựa chọn cổ phiếu không chuyển tải thông tin hợp lý đến hầu hết các cổ đông trong cách thức hiệu quả; những người quản lý trong công ty đã vận động hành lang rất mạnh để che dấu thông tin. Minh bạch các mâu thuẫn tiềm năng về lợi ích, quyền sở hữu hoặc tiền công sẽ giúp làm cho thị trường suy luận nhiều hành vi khác nhau. Chẳng hạn, biết được thông tin về tiền thưởng của CEO dựa vào báo cáo thu nhập có thể suy luận độ tin cậy của bản báo cáo; biết được cấu trúc tiền thưởng của những người quản lý quỹ mạo hiểm có thể tiên liệu họ sẽ tham gia vào các hoạt động đầu tư rủi ro quá mức...

Như vậy, rõ ràng trong nhiều khía cạnh, chính bản thân minh bạch không giải quyết hoàn toàn thất bại thị trường. Bởi vì một mặt những người tham gia thị trường không biết làm thế nào để xử lý thông tin đầy đủ đã được minh bạch và mặt khác, những người tham gia thị trường cho dù là biết xử lý thông tin, nhưng độ tin cậy của những thông tin đó lại là một vấn đề khác nữa. Tuy yêu cầu minh bạch có gây hiệu ứng đối với các công ty niêm yết, nhưng họ vẫn cứ tiếp tục tham gia vào các giao dịch nội gián. Đó là lý do giải thích tại sao trong công cụ quy định chính phủ cần phải sử dụng "giới hạn" và "bắt buộc".

- **Giới hạn:** Công cụ giới hạn có tính chất kiểm soát trực tiếp hành vi của thị trường như: Không cho phép các công ty thông đồng thiết lập giá cả hoặc tham gia vào các hoạt động chống lại

cạnh tranh; không cho phép các ngân hàng thực hiện cho vay những đối tượng bên trong; giới hạn quyền sở hữu; giới hạn tỷ lệ đầu tư... Vấn đề quan trọng là nét riêng biệt của quy định. Nền kinh tế thay đổi đáng kể, đặc biệt trong khu vực tài chính, yêu cầu các quy định giới hạn luôn được sửa đổi để kiểm soát hành vi hay tác động đến các yếu tố gây hiệu ứng hành vi. Đây là thách thức không nhỏ. Sự lạc lậu các giới hạn sẽ cản trở hoặc không điều chỉnh các hành vi kinh tế.

- **Bắt buộc:** Đây là công cụ có tính chất cứng (mệnh lệnh), cho phép các nhà điều hành đạt được các mục đích của chính sách mà không cần chi tiêu nguồn lực, và được xem là rất hiệu quả trong giải quyết các vấn đề liên quan đến ngoại tác. Trong lĩnh vực tài chính, cơ chế bắt buộc được các nhà điều hành tiền tệ sử dụng kiểm soát các chỉ tiêu tài chính hay những hành vi có tính nhạy cảm cao.

Trong khu vực tài chính, thực tế cho thấy công cụ quy định đóng vai trò rất quan trọng đối với chính sách điều tiết thị trường. Thị trường hoạt động có hiệu quả khi những người tham gia thị trường tự phát triển cơ chế điều tiết, tạo ra sự tương thích giữa động cơ và hành vi. Các quy định tạo ra cơ chế ràng buộc hoạt động thị trường tài chính và kiểm soát hành vi. Tuy nhiên, từ những năm 80 trở lại đây, xuất hiện xu hướng là chính phủ các nền kinh tế phát triển, đặc biệt là Mỹ, nới lỏng các quy định nhằm thúc đẩy thị trường tài chính phát triển theo hướng tự do hóa hơn như: thực hiện các chương trình tư nhân hóa hệ thống tài chính; coi trọng các sáng kiến thị trường, phát huy vai trò hiệp hội; và nới lỏng những giới hạn giao dịch tài chính... Thế nhưng, suốt trong thời gian này thị trường tài chính hầu như không ổn định (Krugman, 1998 & Stiglitz, 1999). Hiện nay động lực của sự tăng trưởng đã đẩy nền kinh tế Mỹ trật bánh của đường ray và đang kéo cả thế giới rơi vào cuộc khủng hoảng tài chính trầm trọng.

3. Khủng hoảng tài chính và khung lý thuyết tài chính hành vi

Thực tiễn từ các cuộc khủng hoảng tài chính đã cho thấy xuất hiện vòng luẩn quẩn: Thất bại thị trường dẫn đến can thiệp của chính phủ; nhưng rồi chính sự can thiệp của chính phủ thất bại lại gây ra thất bại thị trường. Coi trọng thị trường tự do, nới lỏng các quy định để mặc cho thị

trường phát triển với những phương pháp và công cụ tinh vi của nó thì tất yếu sẽ đi tới những trạng thái cực đoan như các cuộc khủng hoảng tài chính đã diễn ra. Sau mỗi lần khủng hoảng, chính phủ tiến hành cải cách chính sách để điều chỉnh sự tiến hóa của thị trường. Tuy nhiên, không những không khắc phục được khủng hoảng, mà trái lại, tần suất và quy mô khủng hoảng xảy ra với mức độ ngày càng lớn và khốc liệt hơn. Khủng hoảng tài chính của Mỹ và sau đó là toàn cầu hiện nay cho thấy đã đến lúc cần đánh giá lại mô hình can thiệp của chính phủ. Nền kinh tế Mỹ vốn được mệnh danh là thị trường tự do; lý thuyết thị trường hiệu quả luôn là điểm tựa chính cho việc hoạch định mọi chính sách tiền tệ của Mỹ. Thực tế, các điều kiện để thị trường đạt trạng thái cân bằng không bao giờ được hội tụ đầy đủ; thị trường tài chính không có khả năng tự điều chỉnh.

Như thế, khung lý thuyết thị trường hiệu quả không đủ cơ sở để giải thích bản chất các cuộc khủng hoảng tài chính, đặc biệt cuộc khủng hoảng tài chính của Mỹ. Thị trường phát triển quá nóng, giá thị trường lệch quá xa với giá cơ bản, nhưng tại sao các nhà đầu tư vẫn mua vào chứng khoán? Câu trả lời là do tâm lý nhận thức và khung lý thuyết mà chúng tôi đề cập ở đây: tài chính hành vi. Tài chính hành vi liên quan mật thiết với kinh tế hành vi. Khung lý thuyết này ứng dụng nghiên cứu khoa học về các yếu tố con người, xã hội, nhận thức và cảm xúc (hay còn gọi là các yếu tố tâm lý) để hiểu tốt hơn quyết định kinh tế được đưa ra bởi

những người tham gia thị trường và phân phối nguồn lực. Một thời gian khá dài yếu tố tâm lý hầu như không được quan tâm đúng mực trong nghiên cứu kinh tế. Đến những năm 60, các mô hình tâm lý nhận thức ứng dụng để ra quyết định trong điều kiện rủi ro và không chắc chắn bắt đầu được nghiên cứu và so sánh với mô hình kinh tế hành vi hợp lý (Ward Edwards, Amos Tversky và Daniel Kahneman...). Theo thời gian, hiệu ứng yếu tố tâm lý ngày càng được lồng ghép vào trong mô hình kinh tế hành vi mà đỉnh cao là Amos Tversky và Daniel Kahneman nhận được giải thưởng Nobel 2002. Tài chính hành vi có các chủ đề chính như:

- Tâm lý dựa vào kinh nghiệm: Các nhà đầu tư hành động theo kinh nghiệm và bầy đàn.
- Khung khái niệm nhận thức: Lấy khung khái niệm để giải thích cho những trường hợp cá biệt, bỏ sót nhiều sự kiện.
- Tính toán ảo: Tính toán các yếu tố của thị trường một cách riêng rẽ, không kết hợp thành hệ thống, và tính đến mối quan hệ tổng thể.
- Quá tự tin và lạc quan: Tập trung đầu tư vào một vài cổ phiếu, không đa dạng hóa danh mục đầu tư.

Nói tóm lại, mô hình hành vi kết hợp giữa tâm lý học với các mô hình về dự tính duy lý của kinh tế học tân cổ điển. Khung lý thuyết tài chính hành vi thừa nhận chênh lệch giá là xuất phát từ tâm lý nhận thức. Và thị trường không thể đạt trạng thái cân bằng do tâm lý nhận thức. Dựa vào



khung lý thuyết hành vi có thể giải thích khủng hoảng tài chính như sau:

(1) Sai lầm của thị trường

Khủng hoảng tài chính ở Mỹ bắt nguồn từ hành vi không hợp lý dẫn đến di lệch tính hợp lý của thị trường một cách có hệ thống theo nhiều kiểu khác nhau. Do bám chặt vào khung khái niệm thị trường tự do và với cách nhìn thị trường nhà ở quá lạc quan cộng với tâm lý ỷ lại từ cơ chế bảo lãnh và xếp hạng tín nhiệm, các định chế tài chính và các nhà đầu tư hành động với kỳ vọng sai lầm. Kết quả là, tính toán ảo, tạo tín dụng quá mức, từ đó hình thành bong bóng tài sản nhà ở. Như vậy, nhận thức sai lệch đã gây ảnh hưởng không chỉ đến giá cả thị trường mà còn đến cả những yếu tố căn bản mà giá cả được cho là cần phản ánh. Như nhận định của Nassim Taleb (2007) - tác giả lý thuyết thiên nga đen (Black swan theory), con người có thể tính toán chính xác đến từng giây phút nào có nhật thực, nhưng không thể dự báo và kỳ vọng chính xác ngày mai giá chứng khoán sẽ như thế nào. Mọi quy luật kinh tế đều phải chiếu qua lăng kính tâm lý con người để rồi biến đổi khôn lường.

Và gần đây, George Soros (2008) đã xây dựng học thuyết mới cho thị trường tài chính dựa vào khung lý thuyết phản hồi (Theory of reflexivity). Theo George Soros, nhận thức con người luôn không hoàn hảo. Nhận thức sai hay ngộ nhận gây tác động làm thay đổi hiện tượng xã hội theo những con đường bất định, không đúng với những khung lý thuyết sẵn có mà chúng ta coi như chân lý. Với khung lý thuyết cân bằng: hành vi con người dựa trên cơ sở thông tin, nhận thức hoàn hảo cho nên giá cả thị trường luôn có xu hướng chạy về điểm cân bằng. Nhưng sự thực, thông tin không hoàn hảo, nhận thức không hoàn hảo và dẫn đến sai lầm nhất định nên thị trường rời khỏi trạng thái cân bằng với tần suất cũng ngang với chúng tiến lại trạng thái cân bằng ấy. Khi đó, thị trường không tuân theo quy luật cân bằng mà tuân theo quy luật bùng - vỡ (boom - bust). Giá cả tăng theo kiểu "bong bóng" rồi nổ tung dẫn tới sụp đổ, phá sản hàng loạt chứ không tự điều chỉnh cân bằng. Hay nói khác hơn, thị trường tài chính luôn có khuynh hướng gây ra các hiện tượng "bong bóng tài sản" do tâm lý nhận thức, trách nhiệm của những người hoạch định chính sách là phải gò cương thông qua các quy định (George Soros, 2008). Và như vậy, lúc này lại phụ thuộc vào tâm

lý và nhận thức của chính phủ cũng như các nhà điều tiết tiền tệ.

(2) Sai lầm của chính phủ, nhà điều hành tiền tệ

Nguyên nhân gây ra cuộc khủng hoảng tài chính là do nhà điều hành tiền tệ Mỹ nhận thức sai lầm trong mô hình can thiệp: Đó là coi trọng sự tự điều tiết của thị trường, đẩy mạnh tự do hóa. Thế nhưng, thị trường ngày càng phát triển các phương thức và công cụ tài chính rất tinh vi, trong khi các nhà điều hành tiền tệ không kiểm soát hết các hành vi thị trường. Greenspan vốn được mệnh danh là bậc thầy kiểm soát chức năng thao túng của thị trường (George Soros, 2008), song với triết lý tôn thờ lý thuyết chính thống, ông ta lại quay sang ủng hộ mạnh mẽ chính sách giải quy hay nói lỏng lĩnh vực tài chính để khuyến khích mở rộng tín dụng và tạo ra thị trường hiệu quả. Lợi nhuận đã thôi thúc các định chế tài chính, đặc biệt là các ngân hàng vay trên thị trường tiền tệ để mua chứng khoán bất động sản và hưởng chênh lệch lãi suất. Vay tiền, mua chứng khoán bất động sản, thế chấp bằng chứng khoán bất động sản, rồi vay tiền... Cứ như thế, vòng quay của những yếu tố "ảo" tạo ra lợi nhuận "thực" mà các định chế tài chính Mỹ tạo nên trong suốt 8 năm qua với tần suất ngày càng tăng vì sự nổi lỏng quy định kiểm soát bằng đạo luật Glamm-Leach-Bliley [1]. Do không bị kiểm soát số lượng tiền được phép đi vay, trong giai đoạn thị trường bất động sản ổn định, các định chế tài chính liên tục quay vòng các yếu tố ảo để tạo ra một khoản lợi nhuận khổng lồ. Quá trình "nâng đòn bẩy" này làm tỷ lệ đòn bẩy tài chính ngày càng tăng cao. Đòn bẩy tài chính được coi là nhân tố đem lại sự thịnh vượng cho các ngân hàng đầu tư, cũng chính là nhân tố kích hoạt nền kinh tế Mỹ trong những năm đầu của thế kỷ 21. Thế nhưng, khi đòn bẩy này bị lạm dụng, vượt khỏi tầm kiểm soát, cũng chính là nhân tố nhấn chìm các ngân hàng này. Không kiểm soát đòn bẩy tài chính là lỗi của các nhà điều hành tiền tệ Mỹ trong việc xóa bỏ quy định về hạn chế đòn bẩy tài chính năm 2004, cho phép các tổ chức tài chính phi ngân hàng hoạt động với tỷ lệ vay quá lớn. Vấn đề kiểm soát rủi ro đạo đức bằng bảo hiểm tiền gửi chưa hẳn là hữu hiệu. Cố ý làm liều dẫn đến sụp đổ và chính phủ sẽ cứu trợ. Điều này tạo ra tâm lý ỷ lại và vòng xoáy khủng hoảng khó mà tránh khỏi.

Những lỗ hổng thị trường tài chính VN:

Thị trường tài chính VN tuy không xảy ra khủng hoảng nhưng rơi vào cơn suy thoái trầm trọng. Sau 8 năm hoạt động, thị trường chứng khoán từ cột mốc cao nhất 1.170 điểm (ngày 03/12/2007), rồi sau đó rơi xuống đến mức thấp nhất 234,66 điểm (ngày 23/02/2009), mất đến 3/4 điểm. Rõ ràng nếu có ghi cương, duy trì mức phát triển trung bình thì dù sao cũng tốt hơn. Thị trường tài chính VN đã trải qua thời kỳ phát triển rất thái quá, chung quy lại là do tâm lý bầy đàn, đầu tư theo phong trào của các nhà đầu tư trong nước, thiếu kiến thức, tính toán ảo, không có kỳ vọng riêng. Thị trường xuất hiện các hành vi thao túng trong khi các chính sách quy định kiểm soát hoạt động của công ty chứng khoán quá lỏng lẻo. Ranh giới tự doanh và môi giới chỉ dựa vào quy mô vốn, trong khi các nhà điều hành thị trường không đủ sức giám sát hành vi đầu cơ và thao túng của các công ty chứng khoán từ nghiệp vụ tự doanh. Kiểm soát đòn bẩy tài chính không được chú trọng đúng mức. Các ngân hàng thương mại cổ phần khai thác đòn bẩy tài chính để đánh bóng thái quá thương hiệu và giá trị cổ phiếu của mình (qua các chỉ số ROA và ROE) trong khi tấm lá chắn vốn không được coi trọng. Hầu hết các ngân hàng thương mại đều biết nếu tăng quy mô vốn thì ROA và ROE sẽ giảm, kéo theo thị giá cổ phiếu cũng giảm. Sự đánh bóng bằng việc nâng cao đòn bẩy tài chính, cứ như thế làm cho thị giá cổ phiếu ngày càng tách xa quá mức giá trị thực của nó; thị trường có dấu hiệu bong bóng. Các quy định minh bạch thông tin không hoàn hảo, các nhà đầu tư tham gia mua bán chứng khoán trong điều kiện hoàn toàn bất cân xứng. Nếu so sánh các loại báo cáo của công ty niêm yết trên thị trường Mỹ hay châu Âu với thị trường VN ta thấy các công ty niêm yết quá thiếu trách nhiệm trong việc cung cấp và diễn giải thông tin. Các vụ việc như Bông Bạch Tuyết đã và đang giống lên hồi chuông cảnh báo về cáo bạch thông tin trung thực và tôn trọng cổ đông của các công ty niêm yết và chưa niêm yết. Quy chế xử phạt cần nghiêm khắc hơn để đưa các công ty chứng khoán, các công ty đại chúng vào khuôn khổ và tạo lập niềm tin cho các nhà đầu tư.

4. Thay lời kết và hàm ý chính sách can thiệp vào thị trường tài chính

Lý thuyết tài chính hành vi tuy không thể cung cấp một phương thức đầu tư kì diệu, nhưng lại có thể giúp các nhà đầu tư cẩn trọng hơn đối với các

hành vi đầu tư của mình, từ đó có thể tránh được các sai lầm. Về phía nhà điều hành tiền tệ, khung lý thuyết này bổ sung cho khung lý thuyết thị trường hiệu quả - nền tảng cho chính sách can thiệp, để khuyến cáo hãy cẩn trọng với các chính sách giải quy/ nới lỏng các giao dịch tài chính và kiểm soát các phương thức và công cụ tinh vi để ngăn chặn các hiện tượng thái quá của thị trường. Không hiểu thấu đáo và kiểm soát hành vi thì chính cái gọi là sáng kiến thị trường sẽ phản lại chính sách giải quy trong bối cảnh tự do hóa. Theo đó cần chú trọng kiểm soát quá trình tạo tín dụng và các sản phẩm tài chính của thị trường. Các nhà điều hành tiền tệ hầu như bị chi phối bởi thuyết định lượng tiền tệ, chỉ chú trọng đến kiểm soát cung tiền mà bỏ qua kiểm soát quá trình tạo tín dụng của hệ thống tài chính cùng với các sản phẩm của nó. Phải thừa nhận rằng, mọi thao túng thị trường suy cho cùng điều liên quan đến tạo tín dụng thái quá. Các nhà điều hành tiền tệ cần kiểm soát quá trình tín dụng và cơ chế truyền dẫn của nó đến các thị trường tài sản. Kiểm soát hành vi rủi ro đạo đức, yêu cầu các nhà điều hành tiền tệ cần kiểm soát đòn bẩy tài chính. Đồng thời, cần tăng cường các quy định để cho minh bạch thông tin được chi tiết và đầy đủ hơn trên thị trường, vừa đảm bảo sự giám sát chặt chẽ, vừa bằng cách tạo điều kiện biến các giao dịch ảo, phát sinh không có sổ sách thành những giao dịch có kiểm soát.

Sự hình thành công cụ quy định về nguyên tắc chính phủ can thiệp là ghi cương và ngăn chặn sự mất định hướng thị trường hay là để chỉnh lý các hành vi sai lầm. Đã đến lúc Chính phủ cần thay đổi triết lý về điều hành kinh tế và cần hiểu thấu đáo các hiện tượng tâm lý của khu vực tài chính. Đeo đuổi ảo tưởng tăng trưởng nhanh bằng việc nới lỏng quá mức khu vực tài chính với kỳ vọng thị trường sẽ hướng đến cân bằng, từ đó gây ra mất phương hướng, không khác tự đưa nền kinh tế vào vòng xoáy rủi ro và khủng hoảng. Nói như vậy, không nghĩa là quay lại chính sách kềm chế tài chính. Trong một thế giới đầy biến động, các giao dịch tài chính không thể bó trong một chiếc áo chật hẹp. Thị trường có thể tự thích nghi và điều chỉnh với những hoàn cảnh thay đổi tốt hơn so với các công thức hành chính xơ cứng. Các thị trường hoàn toàn không thụ động với sự thay đổi các hoàn cảnh mà còn đóng góp tác động tích cực vào hình thành diễn tiến các sự kiện. Đó là lý do

tại sao chúng ta đánh giá cao sức mạnh của thị trường. Và ở chừng mực nhất định, thị trường có thể phát huy khả năng tương thích với việc duy trì ổn định kinh tế vĩ mô. Phải thừa nhận rằng, sự thái quá của thị trường tài chính được bắt nguồn từ những sai lệch chọn điểm tựa của các nhà điều hành tiền tệ. Cứ tưởng rằng thị trường có thể quản lý tốt các rủi ro, nên có thể chuyển giao cho những người tham gia thị trường. Thật ra các rủi ro thuộc về hệ thống cần phải được kiểm soát chặt chẽ bởi các nhà điều hành tiền tệ. Các sai lệch đó có thể là do nhận thức không đầy đủ, hay thiếu thông tin. Ai sẽ cung cấp thông tin đầy đủ nhất về vấn đề này? Một trung tâm độc lập với cơ quan quản lý tiền tệ là tốt nhất. Chắc là sẽ gây tốn kém thêm chi phí của xã hội để tổ chức trung tâm này, nhưng so với cái giá của sự sụp đổ thì còn rẻ hơn nhiều.

Phải thừa nhận chính phủ có những quyền lực mà khu vực tư nhân không có, nhưng không phải chính phủ đều luôn hành động đúng. Bởi lẽ, tương tự như khu vực tư nhân, quyết định can thiệp của chính phủ cũng bị rào cản của thông tin bất cân xứng. Nói chung, bất cứ khi nào chính phủ hành động, can thiệp vào thị trường làm thay đổi giá cả hay tái phân phối và bất cứ khi nào khu vực tư nhân có thông tin không hoàn hảo liên quan đến hành động của chính phủ, thì chính sách của nhà nước không thể được thực hiện một cách đầy đủ (Stiglitz, 2008). Và lại, các quyết định của chính phủ được đưa ra trong một tiến trình chính trị. Giả thuyết truyền thống cho rằng chính phủ là người nhân từ, nỗ lực tối đa hóa phúc lợi xã hội là không thích hợp. Lý thuyết lựa chọn công (Public choice theory) cho rằng chính phủ thường không cư xử một cách lý tưởng như vậy. Thất bại chính phủ thể hiện ở chỗ: Chính phủ không có khả năng hoặc không sẵn lòng hành động theo hướng quan tâm đến sở thích của công chúng. Niskanen (1971) phát triển mô hình đội ngũ công chức có khuynh hướng tối đa hóa ngân sách, do bởi tiền lương của công chức không gắn liền với hiệu quả. Điều này dẫn đến đội ngũ công chức không có động cơ hoạt động tốt để cung cấp khối lượng dịch vụ công tối ưu cho xã hội. Cuối cùng, bộ máy khu vực công “phình to”, nhưng số lượng hàng hóa công cung cấp không đầy đủ và chất lượng kém. Liên quan đến vấn đề này, Lý thuyết Leviathan cho rằng công chức và bộ máy chính phủ phình có tính chất như là nhà độc quyền và

đơn giản cố gắng tối đa hóa quy mô khu vực công. Sự độc quyền, tùy tiện, thiếu minh bạch và không trách nhiệm là nguồn gốc sản sinh quốc nạn tham nhũng. Chính vì vậy, để ngăn chặn khủng hoảng hiện nay cũng như tương lai, chính phủ phải làm cho khu vực công năng động hơn. Chính sách công phải tỏ ra đáng tin cậy, tạo niềm tin đối với công chúng, tập trung vào phục vụ cho lợi ích của cộng đồng - những người đóng góp cho sự tồn tại của thể chế; đồng thời gắn lợi ích của thể chế và xã hội như là một chỉnh thể thống nhất và đặt lên trên lợi ích riêng của các nhà chính trị. Sai lầm là tặc cố hữu thuộc về tâm lý nhận thức, vì vậy, các nhà chính trị nên cam kết để giải quyết sai lầm, hơn là cố giấu giếm những sai lầm đó.

Chú thích

[1] Đây là đạo luật nhằm hiện đại hóa các dịch vụ tài chính, được Quốc hội thông qua 12/11/1999, thay thế một phần đạo luật Glass-Steagall 1933. Theo đó, các ngân hàng thương mại được tham gia vào các lĩnh vực kinh doanh mạo hiểm như nghiệp vụ chứng khoán hóa và bán các khoản vay bất động sản (Đạo luật Glass-Steagall tách riêng hoạt động ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư và bảo hiểm).

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. George Soros (2008), *Mô thức mới cho thị trường tài chính*, Nhà xuất bản Tri thức.
2. Joseph E. Stiglitz (2008), *Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation*
3. William A. Fleckenstein (2008), *Những bong bóng tài chính của Greenspan*, Nhà xuất bản Tổng hợp TP.HCM.
4. Mishkin (2007), *The economics of money, banking, financial markets*, Seventh Edition, Pearson Education.
5. http://en.wikipedia.org/wiki/Behavioral_finance
6. Phan Thế Hải (2009), *Thị trường chứng khoán VN trước cơn bão tài chính*, <http://tuanvietnam.net/vn/sukien-nonghomnay/6624/index.aspx>.
7. Phan Thế Hải (2009), *Công ty chứng khoán và những cái chết lâm sàng*, <http://tuanvietnam.net/vn/sukiennonghomnay/6626/index.aspx>.