

# TÀI CHÍNH HÀNH VI

## Nghiên cứu ứng dụng tâm lý học vào tài chính

HỒ QUỐC TUẤN

Lý thuyết tài chính hành vi (behavioral finance) với nền tảng cơ bản là “thị trường không luôn luôn đúng”, đã đặt ra một đối trọng lớn đối với lý thuyết “thị trường hiệu quả”, cơ sở của các lý thuyết tài chính cơ bản trong suốt 4, 5 thập kỷ gần đây. Lý thuyết thị trường hiệu quả dựa trên niềm tin rằng luôn tồn tại một cơ chế điều chỉnh thị trường về trạng thái hiệu quả, đó là cơ chế kinh doanh chênh lệch giá. Một khi tồn tại hiện tượng định giá sai trên thị trường, nghĩa là giá của các công cụ (cổ phiếu, trái phiếu, sản phẩm phái sinh, v.v...) trên thị trường tài chính không phản ánh một cách chính xác giá trị hợp lý (dựa trên những nhân tố cơ bản), thì sẽ tồn tại cơ hội kinh doanh chênh lệch giá, và “những nhà đầu tư hợp lý” khi tận dụng những cơ hội này (mua tài sản bị định giá thấp, bán tài sản bị định giá quá cao chẳng hạn), sẽ góp phần điều chỉnh thị trường về trạng thái hợp lý hay cân bằng. Ý tưởng về cơ chế điều chỉnh kinh doanh chênh lệch giá sẽ tạo lập trạng thái “thị trường hợp lý” trở thành nền tảng cho rất nhiều lý thuyết định giá, từ đường cong thị trường hiệu quả, CAPM cho đến Black Scholes, đến các lý thuyết tài chính quốc tế như PPP, backwardation v.v.

Lý thuyết tài chính hành vi chỉ ra rằng, cơ chế điều chỉnh đó không phải lúc nào cũng có thể xảy ra, nghĩa là sẽ có những trường hợp những nhà đầu tư “hợp lý” không thể chiến thắng những nhà đầu tư “bất hợp lý”, và khi đó, thị trường sẽ không hiệu quả, hay “sai” (tức là định giá quá cao hoặc quá thấp giá cổ

phiếu hay các loại sản phẩm tài chính khác). Lý thuyết tài chính hành vi là sự phát triển kết hợp tâm lý học vào tài chính, một phát triển khá muộn màng. Kể từ khi nhà tâm lý học người Pháp Gabriel Tarde bắt đầu nghiên cứu về ứng dụng tâm lý học vào khoa học kinh tế từ những năm 1880, thì phải mất gần 100 năm sau, vào thập kỷ 1980, thì ứng dụng tâm lý trong tài chính mới có bước phát triển đáng kể (mặc dù trước đó, vào những năm 1930, 1940, những nghiên cứu của George Kanota cũng đặt nền tảng cho tài chính hành vi với thuật ngữ quan trọng: “kỳ vọng”, nhưng những kết quả của ông khá hạn chế). Với những tác phẩm nền tảng của Amos Tversky và Daniel Kahneman (1979) [1], Richard H. Thaler (1985) [2], và đặc biệt là Robert Shiller với quyển sách nổi tiếng “Irrational Exuberance” (2000), dự báo chính xác sự sụp đổ của thị trường cổ phiếu toàn cầu không lâu sau đó, đã tạo bước ngoặt lớn cho những nhà nghiên cứu tài chính hành vi liên tục đưa ra các nghiên cứu mới. Ngoài ra, còn phải kể đến một nghiên cứu quan trọng năm 1993 của Jegadeesh và Titman [3] mà đến nay vẫn là một thách thức cho trường phái “thị trường hiệu quả” là hiệu ứng xu thế (momentum effect), với ngày càng nhiều phiên bản đề xuất cách tận dụng hiệu ứng này để kiếm lợi nhuận vượt trội mà rủi ro không cao (phiên bản mới nhất là nghiên cứu của Sagi và Seasholes vừa công bố trong năm 2007 [4]), với những kết quả không thể giải thích được bằng các mô hình thị trường hiệu quả, lý luận dựa vào rủi ro và tỷ

suất sinh lợi hay kinh doanh chênh lệch giá.

### 1. Những nguyên lý cơ bản của tài chính hành vi

Các mô hình được đề xuất bởi lý thuyết tài chính hành vi sẽ có thể đúng nếu trên thị trường tồn tại một trong ba điều kiện cơ bản sau. Nếu cả ba đều tồn tại, lý thuyết tài chính hành vi dự báo rằng việc định giá sai không những là tồn tại, mà còn là rất đáng kể (lớn hoặc đến mức nghiêm trọng) và kéo dài. Ba điều kiện đó bao gồm:

- Tồn tại hành vi không hợp lý.
- Hành vi bất hợp lý mang tính hệ thống.
- Giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá trên thị trường tài chính.

#### a. Hành vi không hợp lý

Các nhà đầu tư sẽ có hành vi không hợp lý khi họ không phân tích và xử lý “đúng” những thông tin mà họ có (và thị trường cung cấp), từ đó dẫn đến những kỳ vọng lệch lạc về tương lai của cổ phiếu mà họ đầu tư vào. Ngoài ra, trong một số trường hợp, dựa trên kinh nghiệm hay nhận thức sẵn có, họ cũng mắc phải những “lệch lạc trong nhận thức” (cognitive biases). Những nghiên cứu về các hành vi không hợp lý tiêu biểu trong thị trường tài chính là kết hợp giữa tâm lý học, mà chủ yếu là trường phái tâm lý nhận thức (cognitive psychology) với trường phái tâm lý hành vi (behavioral psychology). Có một số dạng lệch lạc trong nhận thức tiêu biểu trong thị trường chứng khoán như sau:

- *Phụ thuộc vào kinh nghiệm hay thuật toán (Heuristics).* Các kinh nghiệm, hay qui tắc học được thường giúp chúng ta ra quyết định nhanh chóng và dễ dàng hơn nhiều (chính các trường dạy về kinh tế về mặt nào đó cũng chỉ ra một số các qui tắc quyết định cho một số trường hợp kia mà). Nhưng trong một số trường hợp, dựa dẫm quá nhiều vào các qui tắc đôi khi sẽ dẫn đến sai lầm, đặc biệt là khi các điều kiện bên ngoài thay đổi. Và đặc biệt là người ta thường đề cao hiệu quả của những qui

tắc đơn giản, gần gũi và dễ nhớ, kiểu hiệu ứng mà Tversky và Kahneman (1979) gọi là hiệu ứng qui tắc có sẵn (availability heuristic). Shiller (2000) [5] đã đưa ra một ví dụ là khi nhiều người đều dùng Internet thì họ dễ dàng nghĩ đến những điển hình thành công và những đổi mới hấp dẫn đang diễn ra trên mạng, thế là họ nghĩ ngành kinh doanh này sẽ thành công, rốt cuộc đã dẫn đến vụ bùng nổ giá cổ phiếu các công ty công nghệ cao, dot.com vào cuối những năm 1990. Một ví dụ khác gây bất ngờ là của Benartzi và Thaler (2001) [6] khi họ ghi nhận qua thí nghiệm cho một số người N lựa chọn cho việc đầu tư tiền tiết kiệm, nhiều người nhanh chóng áp dụng qui tắc 1/N (đa dạng hóa đầu tư kiểu đơn giản nhất, đầu tư 1/N số tiền vào mỗi loại hình đầu tư), trong khi nếu phân tích kỹ, họ sẽ đầu tư theo những qui tắc khác (như chia phần nào vào cổ phiếu, phần nào vào chứng khoán thu nhập cố định, và tùy vào điều kiện thị trường v.v.).

- *Lệch lạc do tình huống điển hình (Representativeness)*, thường được diễn tả một cách đơn giản là xu hướng không quan tâm nhiều đến những nhân tố dài hạn, mà thường đặt nhiều quan tâm đến những tình huống điển hình ngắn hạn. Ví dụ khi giá cổ phiếu bắt đầu tăng liên tục 3,4 năm hoặc dài hơn (như trường hợp của Mỹ và Tây Âu từ 1982 đến 2000, hay Trung Quốc trong 10 năm trở lại đây, và có lẽ cũng có cả VN chúng ta nữa), trong đầu nhiều người bắt đầu suy nghĩ rằng lợi nhuận cao từ cổ phiếu là việc “bình thường”. Nếu trở lại giai đoạn 2001, 2002 của thị trường VN khi giá chứng khoán đi xuống, chắc hẳn những ai kinh doanh cổ phiếu niêm yết (không tính cổ phiếu OTC) trong giai đoạn này sẽ thấy sự khác biệt, một mức lợi nhuận 30 – 50% thời điểm ấy là không bình thường, song trong 1,2 năm gần đây là quá “bình thường”.

Tversky và Kahneman (1974) [7] đưa ra một định nghĩa hàn lâm hơn cho tình huống này là người ta đánh giá xác suất xảy ra của những sự kiện trong

tương lai dựa vào mức độ “tương tự” với một tình huống điển hình nào đó. Điểm quan trọng là người ta thường chỉ quan tâm đến một tình huống điển hình của một giai đoạn ngắn thay vì quan tâm đến một mẫu hình điển hình trong một giai đoạn dài (điều này gọi là luật số quan sát nhỏ, “law of small numbers”).

Chẳng hạn cho rằng điều kiện hiện nay của nền kinh tế VN “tương đồng” với giai đoạn này trong năm 2006 nhiều hơn là giống với năm 2001 thì đương nhiên sẽ cho rằng xác suất giá cổ phiếu còn lên nữa là cao hơn xác suất giá cổ phiếu sẽ giảm. Nhưng nếu nhìn cho một giai đoạn 2000-2006, người ta sẽ thấy thị trường lúc lên, lúc xuống, không phải lên mãi không ngừng, thì sẽ có đánh giá khác về xác suất tăng, giảm.

- *Bảo thủ (conservatism)* Khi điều kiện thay đổi (thông tin mới về triển vọng nền kinh tế chẳng hạn), người ta có xu hướng chậm phản ứng với những thay đổi đó, và gắn nhận định (anchoring) của mình với tình hình chung trong một giai đoạn dài hơi trước đó. Tức là khi có tin nền kinh tế suy giảm, họ cho rằng kinh tế kém đi chỉ là tạm thời, dài hạn vẫn là đi lên, mà không nhận thấy có thể tin đó phát đi tín hiệu một chu kỳ suy thoái nhiều năm đã bắt đầu.

Hiệu ứng này (gắn với kinh nghiệm dài hạn) là ngược lại với hiệu ứng lệch lạc do tình huống điển hình (đặt nặng vào các tình huống điển hình ngắn hạn). Phối hợp 2 hiệu ứng này có thể giúp giải thích hiện tượng phản ứng thái quá (overreaction) và phản ứng chậm (underreaction) trên thị trường chứng khoán. Ví dụ, khi ban đầu tin tức công bố của một công ty cho thấy lợi nhuận giảm, người ta vẫn tin rằng đây chỉ làm giảm tạm thời, và phản ứng chậm với thông tin này, nên giá cổ phiếu công ty có tin xấu vẫn giảm chậm. Đến khi liên tục vài quý sau, tình hình vẫn xấu, thì người ta đã “phát hiện” ra một tình huống điển hình mới: công ty này quý trước cũng kinh doanh kém, quý này cũng kinh doanh kém,

vậy nên bán tổng cổ phiếu công ty này đi tránh lỗ. Thế là mọi người đổ xô đi bán cổ phiếu. Kết quả, lại dẫn đến phản ứng thái quá.

- *Quá tự tin (overconfidence)* Có nhiều nghiên cứu tâm lý học trên thị trường tài chính cho thấy các nhà đầu tư tỏ ra quá tự tin (một số bằng chứng thí nghiệm đã được trình bày trong các tác phẩm “Irrational Exuberance” (2000) của Shiller, một số khác trình bày trong “A survey of behavioral finance” (2003) của Barberis và Thaler). Bằng chứng gần đây nhất là việc nhiều nhà đầu tư ít đa dạng hóa danh mục của mình và đầu tư nhiều vào những công ty mà mình quen thuộc (một số nghiên cứu tranh cãi rằng có thể vì họ có thông tin nội bộ về những công ty đó, nhưng những nghiên cứu gần đây trong lĩnh vực quản trị công ty đã bác bỏ luận cứ này). Như vậy, một cách giải thích khả dĩ là các nhà đầu tư ít đa dạng hóa này tự tin quá mức vào tầm hiểu biết của mình đối với công ty. Barber và Odean (2001) [8] còn công bố một kết quả thú vị là những nhà kinh doanh chứng khoán là nam thì quá tự tin nhiều hơn nữ, và nam càng thực hiện nhiều giao dịch thì ... kết quả càng tệ hại hơn nữa.

- *Định nghĩa hẹp (narrow framing)* cô lập một khái niệm hay phân tích một vấn đề trong một khuôn khổ hạn hẹp, tách biệt, và cố gắng đưa ra quyết định tối ưu cho khuôn khổ hạn hẹp ấy, thay vì cho toàn cục. Phương pháp này có thể hữu ích trong một số trường hợp giới hạn về nguồn lực, hay không đủ thời gian phân tích nhiều. Tuy nhiên, nó cũng có thể đưa đến sai lầm.

- *Tính toán bất hợp lý (mental accounting)* Đây là một dạng của định nghĩa hẹp. Chúng ta có xu hướng tách riêng các quyết định mà đúng ra phải được kết hợp lại với nhau vào các tài khoản ảo trong trí tưởng tượng của chúng ta (mental account) và tối đa hóa lợi ích từng tài khoản. Và vì thế, đôi khi chúng ta đưa ra các quyết định nhìn tưởng là hợp lý, mà thật ra là sai lầm. Ví dụ, có người có xu hướng tách biệt ra 2 ngân sách gia đình, một dành cho mua

## ỨNG DỤNG LÝ THUYẾT TÀI CHÍNH HÀNH VI

thức ăn trong gia đình, một dành cho đi ăn nhà hàng cuối tuần. Và khi chi tiêu mua đồ ăn, người này thường không mua hải sản cao cấp vì nghĩ rằng nó mắc và chỉ ăn thịt bình thường, nhưng khi vào ăn nhà hàng, người này lại gọi

thực hiện lệnh dừng lỗ khi xuất hiện những khoản lỗ nhỏ. Ví dụ, khi mua cổ phiếu giá 30.000, sau đó giá giảm xuống 22.000, người ta vẫn không bán cổ phiếu (thậm chí còn mua tiếp), và chờ đến khi giá lên trên 30.000 một chút

tâm lý đã được đề cập và đưa vào một số mô hình tài chính hành vi. Còn nhiều hiệu ứng tâm lý khác nhau có thể tác động đến các quyết định lệch lạc của nhà đầu tư, có thể được tổng hợp trong bảng 1.

**Bảng 1. Các trường phái tâm lý và ứng dụng trong tài chính hành vi**

Trường phái chính	Các hiệu ứng chính	Ứng dụng trong tài chính
Tâm lý hành vi Do John B. Watson sáng lập năm 1913, nghiên cứu các điều kiện khiến con người sẽ hành động theo một cách nào đó.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tin vào điều thật ra không tồn tại (magical thinking)</li> <li>• Ưu thích sự chắc chắn (certainty effect)</li> <li>• Lý thuyết triển vọng (prospect theory)</li> </ul>	Hiệu ứng ưa thích sự chắc chắn và lý thuyết triển vọng liên quan đến các vấn đề không ưa thích rủi ro và thích mạo hiểm khi bị lỗ hơn khi đang lời trong tài chính.
Tâm lý nhận thức Do Ulric Neisser sáng lập năm 1967, nghiên cứu về cách mà suy nghĩ của con người điều khiển hành vi của họ.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hội chứng tự tổn (touchy feely syndrome), lý thuyết nuối tiếc (regret theory)</li> <li>• Mâu thuẫn về nhận thức (cognitive dissonance)</li> <li>• Định nghĩa hẹp, tính toán bất hợp lý</li> <li>• Bù đắp chi phí đã bỏ ra</li> <li>• Quá tự tin</li> <li>• Lệch lạc trong nhận thức về quá khứ (hindsight bias), khẳng định quá mức (confirmatory bias)</li> </ul>	Đây là trường phái đóng góp rất lớn cho tài chính, ngoài những hiệu ứng đã đề cập ở trên, hiệu ứng mâu thuẫn về nhận thức, bù đắp chi phí bỏ ra, lý thuyết tiếc nuối giúp giải thích vì sao chúng ta thường nắm giữ mãi các khoản lỗ và cứ lỗ liên tục. Hội chứng tự tổn giải thích chúng ta có xu hướng tự đánh giá cao cổ phiếu mà mình chọn đầu tư. Hiệu ứng lệch lạc trong nhận thức về quá khứ hay khẳng định quá mức cũng giống như hội chứng quá tự tin, làm chúng ta nhận xét rằng mình có khả năng dự đoán thị trường tốt.
Lý thuyết cấu trúc hình thức (Gestalt theory) Do Max Wertheimer sáng lập từ 1912, nghiên cứu cách chúng ta suy diễn từ những dữ liệu chúng ta nhận được.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hiệu ứng thuyết phục (persuasion effect)</li> <li>• Hiệu ứng tự thuyết phục (self-persuasion)</li> <li>• Lệch lạc do tình huống điển hình</li> <li>• Xu hướng tự bảo vệ (ego-defensive attitude)</li> <li>• Hiệu ứng ước đoán sai (false consensus effect)</li> <li>• Lý thuyết phản kháng (somatic marker theory)</li> </ul>	Đây là trường phái có tác động rất lớn đến các lý thuyết tài chính, đưa ra các luận điểm vì sao chúng ta có thể mắc sai lầm từ nhiều tình huống khác nhau, đặc biệt các lý thuyết phản kháng, lý thuyết ước đoán sai, và hiệu ứng tự thuyết phục, thuyết phục đưa ra nhiều giải thích khả dĩ cho các hiệu ứng bầy đàn và nguyên nhân hiện tượng định giá sai kéo dài.
Phân tâm học (Psycho-analysis) Do Sigmund Freud sáng lập đầu thế kỷ 20, nghiên cứu về các loại bệnh tâm thần.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hội chứng hoang tưởng (paranoid personality disorder)</li> <li>• Quá chú ý đến bản thân (narcissistic personality disorder)</li> <li>• Hội chứng không chấp nhận thất bại (avoidant personality disorder)</li> <li>• Hội chứng phiến muộn, bi quan (depressed personality disorder)</li> </ul>	Chúng ta quá lo lắng về việc có thể bị lừa hay có thể sai lầm, hay chúng ta quá chú ý đến việc có thành công hay không, đều sẽ ảnh hưởng đến quyết định của chúng ta trong kinh doanh chứng khoán. Vì vậy, trường phái này cũng có đóng góp trong việc giải thích hành vi nhà đầu tư, từ những giải thích về rối loạn tính cách (personality disorder).

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ các kết quả nghiên cứu của Hirshleifer (2001), Tvede (2002), Barberis & Thaler (2003).

tôm hùm, thay vì ăn một bữa thịt bình thường (đương nhiên rẻ hơn tôm hùm). Nếu thay vì như vậy, người này đi mua tôm hùm cho bữa ăn tại nhà, và chỉ ăn thịt bình thường trong nhà hàng, anh ta có thể tiết kiệm tiền. Vấn đề nằm ở chỗ anh ta đã tách biệt ra hai tài khoản riêng cho thức ăn tại nhà và đi ăn cuối tuần!

Sử dụng tính toán bất hợp lý và định nghĩa hẹp, chúng ta có thể giải thích nhiều hiện tượng như lựa chọn nghịch với sở thích (preference reversals), sợ thua lỗ (loss aversion), và hiệu ứng phân bổ tài khoản (disposition effect). Hiệu ứng phân bổ tài khoản khá phổ biến, thể hiện cơ bản ở chỗ người ta sẵn sàng thực hiện ngay những lệnh mang lại lợi nhỏ, nhưng trì hoãn không

mới bán ngay kiếm lời. Giá có giảm tiếp người ta cũng cứ giữ cổ phiếu đó tiếp. Vì họ đã tách biệt giữa “tài khoản lời” và “tài khoản lỗ” trong tâm trí của mình, cho nên họ cố tối đa hóa tài khoản lời, và tối thiểu hóa tài khoản lỗ, nên giá lên một chút thì bán, giá xuống thì cứ giữ, xem như nó chưa bị chuyển qua tài khoản lỗ. Hiệu ứng phân bổ tài khoản này cũng có thể được lý giải bằng hiệu ứng tự lừa dối (sợ rằng nếu bán mà bị lỗ thì sẽ cảm thấy bản thân ra quyết định đầu tư kém), hay hiệu ứng tiếc nuối (lỡ bán rồi mà giá lên thì sao). Hiệu ứng phân bổ tài khoản lý giải một phần vì sao trong thị trường tăng giá thì khối lượng giao dịch tăng cao hơn khi thị trường giảm giá tại Mỹ và Nhật.

Trên đây chỉ là một số hiệu ứng

### **b. Hành vi không hợp lý mang tính hệ thống**

Nếu chỉ một nhà đầu tư đơn lẻ có hành vi không hợp lý, thì ảnh hưởng của giao dịch của nhà đầu tư này lên giá cổ phiếu trên thị trường là không đáng kể (cho dù là một tổ chức đầu tư lớn thì ảnh hưởng cũng rất hạn chế nếu chỉ đơn độc một mình). Chỉ khi hành vi không hợp lý là mang tính hệ thống (nghĩa là một nhóm nhiều nhà đầu tư cùng có một hành vi không hợp lý như nhau) thì khi ấy việc định giá sai sẽ xuất hiện và có thể bắt đầu kéo dài. Lý thuyết tài chính hành vi cho rằng tính lệch lạc (bất hợp lý) trong hành vi là khá phổ biến đối với nhiều nhà đầu tư, và do đó, nó tạo thành một dạng như chúng ta thường gọi là “hiệu ứng bầy đàn”, khiến cho giá một

số cổ phiếu không phản ánh giá trị “thực” (hay “hợp lý”) của chúng. Như vậy, “hiệu ứng bầy đàn” là không tốt cho thị trường trong trường hợp chúng ta xem hiệu ứng bầy đàn là tất cả đều hành động theo một mẫu hình hành vi lệch lạc, không hợp lý, thấy ai làm sao thì làm vậy.

**c. Giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá trên thị trường tài chính**

Lý thuyết thị trường hiệu quả tin rằng nếu tồn tại định giá sai thì sẽ tồn tại cơ hội để kinh doanh chênh lệch giá thu lợi nhuận, và chính hành vi kinh doanh chênh lệch giá sẽ điều chỉnh giá trên thị trường về cân bằng. Nhưng nếu tồn tại định giá sai, mà lại không thể thực hiện kinh doanh chênh lệch giá để tận dụng các khoản lợi nhuận này thì như thế nào? Và tại sao lại không thể thực hiện kinh doanh chênh lệch giá khi có định giá sai?

Một giải thích được chấp nhận rộng rãi trong trường phái tài chính hành vi là có 2 dạng định giá sai: một dạng là thường xuyên xảy ra và có thể kinh doanh chênh lệch giá được, một dạng là không thường xảy ra, kéo dài và không thể kinh doanh chênh lệch giá được (nói một cách khác, khó mà xác định được khi nào mức định giá sai đã đạt tới giới hạn trên hay dưới và điều chỉnh lại). Nếu tham gia “chỉnh sửa” kiểu định giá sai dạng 2 thì rất dễ rơi vào trạng thái “tiền mất, tật mang”, mà điển hình là bài học nổi tiếng của LTCM kinh doanh chênh lệch giá của Royal Dutch và Shell và bị thua lỗ, nhưng ngay sau khi họ thua lỗ không bao lâu thì giá 2 cổ phiếu này điều chỉnh lại đúng như dự đoán của họ! Đây là ví dụ cho thấy thực tế định giá sai có thể kéo dài rất lâu, và kiểu nhà đầu tư hợp lý như LTCM (được quản lý bởi những người đoạt giải Nobel và rất thành công trong 4 năm trước thương vụ này) tham gia sửa chữa sai lầm này thì sẽ thất bại.

Barberis và Thaler (2003) chỉ ra rằng kinh doanh chênh lệch giá không thể xảy ra vì có những tài sản về lý

thuyết là có tính thay thế lẫn nhau hoàn hảo và có thể kinh doanh chênh lệch giá hai tài sản đó, nhưng thực tế thì không như vậy, do đó tạo ra rủi ro tăng thêm cho hoạt động kinh doanh chênh lệch giá (vốn được xem là rủi ro thấp đến mức phi rủi ro). Ngoài ra, chi phí thực hiện các chiến lược hưởng chênh lệch giá và sự tồn tại của các giao dịch của những nhà đầu tư không hợp lý (gọi là noise trading) cũng ngăn cản điều này. Chính vì vậy, chúng ta đã từng thấy trong lịch sử nhiều vụ bong bóng giá ở Nhật (thập niên 1980), Đài Loan (1990), cổ phiếu công nghệ, truyền thông của Mỹ (1999 – 2000), rồi gần đây là chứng khoán Trung Quốc và VN cũng bị xem là “quá nóng”. Tuy nhiên, rõ ràng không hề có những điều chỉnh tức thời như người ta kỳ vọng, mà những vụ bong bóng này kéo dài nhiều năm (nhất là ở các nước châu Á đang phát triển). Đây là dấu hiệu của giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá.

**2. Ứng dụng của lý thuyết tài chính hành vi**

Một khi trong thị trường hội đủ 3 yếu tố kể trên (hành vi bất hợp lý của nhà đầu tư, hiệu ứng bất hợp lý mang tính hệ thống, và giới hạn kinh doanh chênh lệch giá), thì đó là lúc mà hiện tượng giá cổ phiếu (hay rộng ra là tài sản tài chính) bị định giá sai sẽ đáng kể và kéo dài. Khi đó các lý thuyết tài chính truyền thống bị giảm hiệu quả, và lý thuyết tài chính hành vi là một bổ sung giá trị. Lý thuyết tài chính hành vi nhìn chung không phải là một trường phái tách biệt hay đối chọi lại trường phái tài chính chính thống (mặc dù thường bị các nhà nghiên cứu thuộc trường phái thị trường hiệu quả, dẫn đầu là Fama đả kích). Lý thuyết này còn ở dạng khá sơ khai, còn tồn tại nhiều vấn đề gây tranh cãi [9] (chưa có những cơ sở và nguyên lý vững chắc như lý thuyết chính thống hiện đại như rủi ro – tỷ suất sinh lợi, thị trường hiệu quả, kinh doanh chênh lệch giá), và là một sự bổ sung hơn là tách biệt khỏi lý

thuyết tài chính chính thống.

Ứng dụng của tài chính hành vi không chỉ dừng lại trong việc giải thích các hành vi không hợp lý của nhà đầu tư, mà đi xa hơn, nó có thể điều chỉnh các mô hình định giá (bao gồm định giá chứng khoán, sản phẩm phái sinh ...), cho đến ứng dụng trong lý thuyết quản trị công ty (corporate governance) hay cấu trúc vốn trong tài chính doanh nghiệp, lẫn giải thích tính tương tác giữa các thị trường khác nhau ■

**Tài liệu tham khảo**

Barberis, N., & R. Thaler, (2003). "A survey of behavioral finance", Handbook of the Economics of Finance, North-Holland, Amsterdam.  
 Barber, B., & T., Odean, (2001). "Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment." Quarterly Journal of Economics 116: 261-292.  
 Benartzi, S. & R., Thaler, (2001). "Na#ve diversification strategies in defined contribution savings plan", American Economic Review 91: 79-98.  
 De Bondt, W. & R. Thaler, (1985). "Does the stock market overreact", Journal of Finance 40: 793-808.  
 Hirshleifer, D., (2001). "Investor psychology and asset pricing". Journal of Finance 56: 1533-1597,  
 Jegadeesh, N., & S. Titman, (1993). "Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency", Journal of Finance 48: 65-91.  
 Kahneman, D. & A., Tversky, (1979). "Prospect theory: an analysis of decision under risk", Econometrica 47: 263-291.  
 Sagi, J. S., & M.S., Seasholes, (2007). "Firm-specific attributes and the cross-section of momentum", Journal of Financial Economics 84: 389-434.  
 Shiller, R. J., (2000). "Irrational Exuberance". Princeton University Press, Princeton.  
 Tversky A., & D. Kahneman, (1974). "Judgement under uncertainty: Heuristics and biases", Science 185, 1124-1131.  
 Chú thích  
 [1] Kahneman, D. & A., Tversky (1979), "Prospect theory: an analysis of decision under risk", Econometrica 47: 263-291.  
 [2] De Bondt, W. & R. Thaler (1985), "Does the stock market overreact", Journal of Finance 40: 793-808.  
 [3] Jegadeesh, N., & S. Titman, (1993). "Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency", Journal of Finance 48: 65-91.  
 [4] Sagi, J. S., & M.S., Seasholes, (2007). "Firm-specific attributes and the cross-section of momentum", Journal of Financial Economics 84: 389-434.  
 [5] Shiller, R. J., (2000). "Irrational Exuberance", Princeton University Press, Princeton.  
 [6] Benartzi, S. & R., Thaler, (2001). "Na#ve diversification strategies in defined contribution savings plan", American Economic Review 91: 79-98.  
 [7] Tversky A., & D. Kahneman, (1974). "Judgement under uncertainty: Heuristics and biases", Science 185, 1124-1131.  
 [8] Barber, B., & T., Odean, (2001). "Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment." Quarterly Journal of Economics 116: 261-292.  
 [9] Các hiệu ứng như lệch lạc do tình huống điển hình và quá tự tin chẳng hạn đối lập nhau, khi nào thì dùng hiệu ứng nào còn khá tùy tiện (có người chỉ trích tài chính hành vi giống kiểu thuật toán "vét cạn", cứ vét hết tất cả kết hợp của các hiệu ứng là có thể tìm ra cách giải thích hiện tượng định giá sai!). Tuy nhiên, đóng góp quan trọng của Hirshleifer (2001) và Barberis & Thaler (2003) đã khắc phục được vấn đề này, chỉ ra khi nào một hiệu ứng sẽ vượt trội hiệu ứng còn lại, dựa trên phân biệt "sức mạnh" (strength) và "gia số" (weight) của thông tin nhận được sẽ nghiêng về bên nào.