

THUYẾT

“PHẢN HỒI”

VÀ NHỮNG HÀM Ý CHO THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

ThS. LÊ ĐẠT CHÍ



Sau khủng hoảng tài chính 2008, thuyết phản hồi của George Soros đề cập năm 1987 đã chấp nhận rộng rãi trong việc giải thích nguyên nhân khủng hoảng. Lý thuyết này được ông sử dụng trong việc đầu cơ vào đồng Baht Thái gây nên khủng hoảng tài chính năm 1997. Do đó cần nhìn nhận lại trên TTCK VN để tránh khủng hoảng sau này.

Thuyết phản hồi: “Giá trị thị trường là nguyên nhân thay đổi giá trị thị trường!”

Các học thuyết tài chính hiện nay vẫn đang được xây dựng dựa trên quan điểm: “Thị trường luôn trở lại vị trí cân bằng”. Bất kỳ một biến động sai lệch nào trong giá cả cũng sẽ được thị trường điều chỉnh về vị trí cân bằng. Nếu một nhà đầu tư thu được tỉ suất sinh lợi cao nhờ phát hiện ra giá của một cổ phiếu hiện đang thấp hơn giá thị trường, ngay lập tức, các nhà đầu tư khác cũng “nhảy vào” để khai thác cơ hội ấy. Lúc đó, hoạt động arbitrage (kinh doanh chênh lệch giá) diễn ra, các cơ hội đầu tư sẽ biến mất và giá cả tiếp tục trở lại vị trí cân bằng. Quan điểm này được xây dựng dựa trên giả định, mọi thành viên tham gia thị trường luôn có thông tin hoàn hảo và hành động một cách hợp lý dựa trên thông tin đó. Hay nói cách khác, các nhà đầu tư luôn có được kì vọng hợp lý.

Quan điểm thị trường luôn trở lại vị trí cân bằng (được xác định dựa trên các yếu tố cơ bản) khiến chúng ta nghĩ rằng, các yếu tố cơ bản là một yếu tố bất biến và giá cả thị trường không thể tác động lên các yếu tố cơ bản mà ngược lại sẽ thay đổi để phản ánh các yếu tố cơ bản đó. Tuy nhiên George Soros lại có cách nhìn khác. Theo ông các nhà kinh tế đã bỏ qua một bản chất của thị trường tài chính đó là tính phản hồi.

Trên thị trường tài chính, các quyết định mua bán của các nhà đầu tư đều dựa trên kì vọng về giá cả tương lai, đến lượt nó, giá cả tương lai lại

phụ thuộc vào các quyết định mua bán hiện tại. Soros cho rằng, vấn đề nảy sinh khi các nhà đầu tư đó không có thông tin hoàn hảo như các nhà kinh tế vẫn giả định. Thông tin không đầy đủ hoặc sai lệch có thể khiến cho nhà đầu tư có những kì vọng quá mức và các nhà đầu tư có thể áp những suy nghĩ sai lệch của mình (mà họ vẫn đinh ninh là đúng) lên giá cổ phiếu, khiến cho giá cổ phiếu cũng chuyển động sai lệch. Không dừng lại ở đó, sự sai lệch trong giá cổ phiếu có thể ảnh hưởng lên các yếu tố cơ bản và một khi các yếu tố cơ bản thay đổi nó lại là tác nhân khiến cho giá trị thị trường của cổ phiếu tiếp tục thay đổi. Soros gọi đây là tính phản hồi. “*Những xu thế đang chiếm ưu thế sẽ tác động đến giá cả thị trường. Và sau đó, các xu thế phổ biến trong một số tình huống có thể tác động lên cái gọi là yếu tố cơ bản và những thay đổi trong giá trị thị trường sẽ dẫn đến những thay đổi trong giá trị thị trường.*”

Thuyết phản hồi đối lập lý thuyết kinh tế học

Thuyết phản hồi đã thực sự gây nên một cú sốc cho các nhà kinh tế hiện đại vì nó đã phá bỏ giá trị của các học thuyết mà họ đã xây dựng qua nhiều năm nay. Lý thuyết kinh tế học giả định rằng, thị trường có đủ những người mua và người bán để cho không bất cứ ai có thể tác động đến giá cả thị trường. Cung cầu là yếu tố có trước và là nguyên nhân hình thành nên giá cả thị trường. Khi giá cả thay đổi lệch khỏi giá trị cân bằng, các thành viên thị trường sẽ mua bán để đưa nó trở lại vị trí cân bằng. Đây là điểm mà Soros chỉ trích lý thuyết hiện nay, giả định của lý thuyết này che

dấu một sự thật rằng giá cả thị trường lại có thể tác động đến đường cung và đường cầu. Ý tưởng cho rằng các sự kiện trên thị trường có thể ảnh hưởng tới hình dạng của các đường cung cầu bị các nhà kinh tế cổ điển coi là phi lí. Các đường cung cầu được cho là xác định giá cả thị trường. Nếu bản thân chúng cũng chịu ảnh hưởng giá cả thị trường thì giá cả sẽ không còn xác định duy nhất nữa. Lúc đó thay cho trạng thái cân bằng, chúng ta sẽ có một khung giá luôn dao động. Đó là một thực tại đố vỡ. Các nhà kinh tế học bảo vệ học thuyết của mình bằng cách giả định cung cầu là cho trước. Theo ông George Soros thì đây chỉ là một giai đoạn trong hai giai đoạn mà ông đã đề cập trong lý thuyết phản hồi của mình. Giai đoạn hai chính là giá cả thị trường tác động làm thay đổi các yếu tố cơ bản, chính sự thay đổi này làm thay đổi quan hệ cung cầu hình thành nên giá cả thị trường.

Chính trên tiền đề cung cầu là cho trước, tư tưởng tự do hóa đã nảy sinh. Người ta cho rằng, thị trường bản thân nó có thể sửa đổi các sai lầm và là một hình thức hiệu quả để phân phối các nguồn lực xã hội. Các thành viên khi tham gia vào thị trường với mục đích kiếm lời cá nhân thì có thể đem lại lợi ích cho toàn xã hội dưới sự dẫn dắt của “bàn tay vô hình”. Một số nhà kinh tế không hoàn toàn đồng ý với ý kiến này và thực tế đôi khi thị trường lại thất bại. Tuy nhiên, chủ nghĩa tự do hóa được cổ súy dưới thời tổng thống Reagan. Sự sụp đổ của các nước xã hội chủ nghĩa với mô hình kế hoạch hóa tập trung càng làm cho con người ta tin hơn vào sự hiệu quả của cơ chế thị trường và sự can thiệp của chính phủ bị đặt dưới một con mắt khinh ngại.

Hàm ý cho thị trường tài chính

Trong gần 30 năm trở lại đây, tư tưởng tự do hóa đã lan ra cả thị trường tài chính. Nước Mỹ đã dần nới lỏng các nguyên tắc quản trị rủi ro nhằm thúc đẩy quá trình tự do hóa tài chính. Đạo luật bức tường lửa Glass-Steagall được thay thế bởi Đạo luật Gramm-Leach-Bliley, cho phép các ngân hàng thương mại tham gia vào các lĩnh vực kinh doanh mạo hiểm như nghiệp vụ chứng khoán hóa và bán các khoản vay bất động sản. Trên bình diện quốc tế, các hàng rào kiểm soát được dỡ bỏ nhằm thúc đẩy quá trình chuyển đổi của dòng tiền giữa các quốc gia. Các quốc gia ngày nay đã trở nên gắn bó mật thiết hơn trong quá trình tự do hóa tài chính. Sự tiêu dùng của người Mỹ đã

tạo nên sự tăng trưởng của Trung Quốc trong nhiều năm qua. Và ngược lại, Trung Quốc trở thành chủ nợ lớn nhất của nước Mỹ khi đầu tư lớn vào trái phiếu chính phủ Mỹ. Thị trường tài chính càng được mở rộng, các sản phẩm tài chính của Mỹ không chỉ được giới hạn trong khuôn khổ nước Mỹ mà các định chế tài chính ở châu Âu, châu Á cũng đang nắm giữ các sản phẩm đó. Quá trình tự do hóa càng đạt đến trình độ cao, mà theo như cách gọi của Thomas L. Friedman là “thế giới phẳng” đang khiến cho sợi dây liên kết trở nên chặt chẽ hơn và sự đứt gãy trong một phân khúc nào trên thế giới có thể ảnh hưởng đến một quốc gia hay một thị trường khác.

Hiện tượng bong bóng trên thị trường địa ốc kéo theo bong bóng trong giá cổ phiếu, bong bóng giá vàng (hơn 1.000 USD/oz), bong bóng giá dầu (hơn 143 USD/thùng). Soros gọi đây là một siêu bong bóng. Tuy nhiên, các thành viên tham gia thị trường không nhận ra thực tế này. Cho đến khi cuộc khủng hoảng địa ốc bắt đầu lan rộng, nhiều người và kể cả Alan Greenspan vẫn tin rằng, nó chỉ là một cuộc khủng hoảng đơn biệt trên thị trường địa ốc. Điều này cho thấy không chỉ các thành viên tham gia thị trường mà ngay cả các thành viên chính phủ cũng không có được thông tin hoàn hảo như các lý thuyết vẫn giả định. Trong khi các sản phẩm phái sinh, chứng khoán hóa đã tạo nên một sợi dây liên kết giữa thị trường bất động sản với TTCK, thị trường tín dụng thì các chuẩn mực kế toán không còn theo kịp để ghi nhận chúng. Vì vậy các báo cáo tài chính không còn phản ánh trung thực tình hình thực tại. Các nhà đầu tư không thể biết các công ty mình có dính dáng đến hoạt động cho vay dưới chuẩn hay không vì những khoản đầu tư này vốn không nằm trên các bảng cân đối kế toán. Các khoản đầu tư vào các cổ phiếu phái sinh như CDO, MBS bị nhét vào các SIVs (structured investment vehicle) và chỉ được xem là tài khoản ngoài bảng. Trong khi đó, sự mập mờ và kể cả những gian lận trên thị trường CDS (hoán đổi rủi ro vỡ nợ), ABS (chứng khoán đầu thầu lãi suất) đã tạo nên những thông tin mù mờ cho những người tham gia.

Thông tin không hoàn hảo là tiền đề khiến cho tính phản hồi được phát huy mạnh mẽ. Khi thị trường địa ốc bị khủng hoảng, giá trị của các chứng khoán liên quan đến bất động sản sụt giảm. Sự sụp đổ của các định chế tài chính như Bear Stearns, Lehman Brother đã giúp các nhà đầu tư

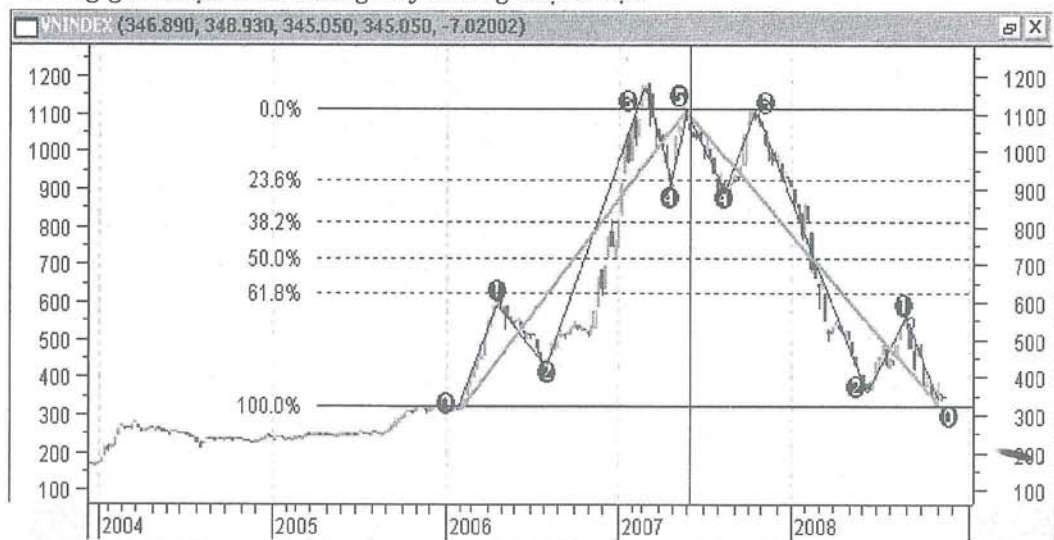
nhận ra các thông tin thực sự. TTCK sụt giảm khi quá trình bán tháo cổ phiếu diễn ra. Các xu thế thị trường đã làm cho giá cổ phiếu thay đổi. Tuy nhiên, ảnh hưởng của xu thế này đã không còn gói gọn trong thị trường tài chính mà nó gây tác động đến nền kinh tế thực (nơi chứa đựng các yếu tố cơ bản). Các ngân hàng dù nhận được hàng trăm tỷ USD từ FED nhưng không dám đẩy mạnh hoạt động tín dụng vì phải nắm giữ tiền mặt nhằm đối phó với cuộc khủng hoảng. Tín dụng co hẹp đã khiến sản xuất đình đốn, thất nghiệp tăng và nền kinh tế rơi vào suy thoái. Rõ ràng giá trị thị trường đã làm thay đổi các yếu tố cơ bản của nền kinh tế. TTCK tiếp tục sụt giảm để phản ánh quá trình thay đổi này. Thị trường không tự nó trở lại vị trí cân bằng như các học thuyết vẫn giả định.

TTCK VN và mô hình Bùng - Vỡ của Soros

Dựa trên thuyết phản hồi, Soros đã phác thảo ra mô hình Bùng-Vỡ (Boom-Bust) để mô tả tác động quá trình phản hồi có thể gây ra sự khủng hoảng như thế nào. Mô hình này gồm 8 giai đoạn. Nó bắt đầu từ những thiên kiến sai lệch đang thịnh hành và một xu hướng đang thịnh hành. Trong giai đoạn 1 xu hướng này không được nhận

cách mạnh mẽ và càng đi xa khỏi vị trí cân bằng. Trong giai đoạn 4 những quy tắc thông thường không còn được áp dụng. Các tin tức thật sự xuất hiện trong giai đoạn 5. Và khi những tin tức này không thể đỡ được các kì vọng đã bị phóng đại quá mức, thì giai đoạn sụt giảm sẽ xảy ra ngay sau đó 6. Thậm chí khi giá trị thị trường đã giảm, giảm đến vị trí cân bằng 7, thì xu hướng đi xuống vẫn tiếp tục và dẫn đến một quá trình suy thoái mạnh mẽ 8, hay gọi là sự sụp đổ. Mô hình Bùng-Vỡ mà Soros nêu ra là một mô hình đối xứng. Điều này cũng đã được kiểm chứng qua TTCK các nước trên thế giới ngay cả Mỹ và Trung Quốc đều diễn ra theo mô hình này (hai thị trường này đại diện cho sự đối lập về mức độ minh bạch thông tin).

Khi nghiên cứu về mô hình này, chúng tôi thực ngạc nhiên vì nó đúng với những gì đang diễn ra trên TTCK VN. Diễn biến của VN-Index trong ba năm qua đã tạo nên một mô hình đối xứng không những cả kích thước mà còn đối xứng về thời gian. Đầu năm 2006, TTCK VN bắt đầu với mốc 300 điểm và đây cũng là giá trị vào thời điểm cuối năm 2008. Đỉnh 1.170 điểm vào khoảng đầu tháng 6/2007 tạo nên trục đối xứng cho mô hình (xem Hình 1)



Hình 1: VN-Index một ví dụ cho mô hình Bùng-Vỡ

ra. Sau đó được tích lũy trong giai đoạn 2, khi xu hướng này được nhận ra và được củng cố bởi những tư duy sai lệch vốn đang phổ biến. Quá trình này sẽ khiến cho giá cổ phiếu đi lệch xa khỏi trạng thái cân bằng. Giai đoạn 3 sẽ xảy ra một quá trình test khi giá cổ phiếu thụt lùi. Nếu vượt qua giai đoạn này thì giá cổ phiếu sẽ tăng một

những kì vọng quá lớn. Những sự kiện như VN gia nhập WTO, các tổ chức nước ngoài ca ngợi VN như là một “ngôi sao mới nổi” với tốc độ tăng trưởng kinh tế cao khiến các nhà đầu tư phấn chấn và bỏ qua những thông tin về thâm hụt khoản vãng lai, tình trạng xuất thô của nền kinh tế, hay đầu tư công thiếu hiệu quả, cung tiền dư thừa là mối đe

Học thuyết phản hồi của Soros đúng với VN vì thực sự các nhà đầu tư VN không hề có thông tin hoàn hảo. Nhiều công trình nghiên cứu được công bố cũng cho thấy mức độ minh bạch thông tin trên TTCK VN quá thấp. Trong nửa cuối năm 2006 và đầu năm 2007, TTCK VN tăng tốc mạnh mẽ bởi

dọa cho lạm phát. Những thông tin này đã không được xuất hiện vì một số đã được Chính phủ “ém nhẹm” (như thông tin về dự trữ ngoại hối, cung tiền M3...) hoặc đã không được nhà đầu tư đánh giá đúng. TTCK VN gặp khó trong năm 2007 khi một số thông tin được lộ diện. Hoạt động IPO với giá trên trời nhưng phương thức đấu giá Hà Lan không cho phép nhà đầu tư điều chỉnh mức giá đó. Quá trình bong bóng chứng khoán, còn gây ra cả bong bóng bất động sản thông qua đường Chỉ thị 03... Rõ ràng, hành động của các nhà đầu tư trên TTCK VN là không hoàn toàn hợp lý và những quyết định của họ không dựa trên tri thức mà dựa vào tâm lý số đông.

Nói cách khác, khi định giá một chứng khoán, các nhà đầu tư trên thị trường đều đưa ra những kỳ vọng, những kỳ vọng này được xây dựng dựa trên những thông tin hiện hữu, những thông tin vĩ mô cũng như của chính hoạt động của công ty đó. Trong khi đó những thông tin này hầu như rất hạn chế ở VN, điều này một phần đã làm hạn chế độ tin cậy của những kỳ vọng. Trong khi đó những yếu tố vĩ mô cơ bản trong tương lai lại không một ai biết được điều gì. Khi diễn biến thị trường thay đổi, chính phủ điều hành kinh tế làm thay đổi các yếu tố cơ bản này đã tác động đến giá trị “nội tại” hay giá trị kỳ vọng của thị trường. Nói theo các lý giải của thuyết phản hồi thì giá trị thị trường lúc đầu chịu tác động của giá trị nội tại nhưng sau đó chính giá trị thị trường đã làm cho nền kinh tế đó phải thay đổi các yếu tố cơ bản, và chính việc thay đổi các yếu tố cơ bản này đã tác động đến giá trị nội tại. Điều này được Soros gọi là giá trị thị trường tác động làm thay đổi giá trị thị trường.

Một dẫn chứng bong bóng bị vỡ vào đầu năm 2008, khi VN rơi vào thế cờ bí mang tên “bộ ba bất khả thi”. Việc Ngân hàng nhà nước (NHNN) bỏ ra hơn 112.000 tỷ đồng để mua vào 7 tỷ USD ngoại tệ trong tháng 7/2007 nhằm mục đích duy trì tỷ giá hối đoái cố định đã gây nên áp lực lạm phát trong 6 tháng đầu năm 2008. Các thông tin về hiệu quả đầu tư công, đầu tư tài chính của các tập đoàn kinh tế, thâm hụt ngân sách (hơn 6,5% theo cách tính của IMF) bắt đầu xuất hiện. Nhà đầu tư bắt đầu nhận diện được sự bất ổn trong nền kinh tế và bán tháo cổ phiếu diễn ra. Nhưng xu thế này còn lan ra cả nền kinh tế và qua đó làm thay đổi các yếu tố cơ bản. Các ngân hàng khan hiếm nội tệ sau 1 năm đạt tốc độ tăng

trưởng tín dụng cao (53%). Các ngân hàng tham gia vào cuộc đua huy động lãi suất khi NHNN hủy bỏ trần lãi suất 12%. Các dự án đầu tư bị hủy bỏ, các dự án chậm giải ngân chính phủ đưa ra 8 nhóm giải pháp chống lạm phát... Lãi suất cơ bản tăng và các doanh nghiệp trở nên khó tiếp cận nguồn vốn. Hậu quả của quá trình này đã dẫn đến “giảm phát” và suy thoái kinh tế trong những tháng cuối năm. Bức tranh suy thoái kinh tế toàn cầu cũng như của VN dần được lộ rõ đã đưa đến việc ban hành các chính sách nhằm kích thích kinh tế. Chính những thay đổi này tiếp tục tác động lên giá trị kỳ vọng của các chứng khoán. Điều này đã nói lên lý do mà Soros không tin vào khái niệm “giá trị nội tại hay giá trị thực” của cổ phiếu. Như vậy các yếu tố kinh tế vĩ mô đã thay đổi, TTCK sẽ thay đổi để phản ánh sự thay đổi đó.

Kết luận

Thuyết phản hồi và mô hình Bùng-Vỡ của Soros đang cho thấy những đánh giá sai lệch của những thành viên tham gia thị trường có thể gây ra quá trình suy thoái như thế nào. Đối với VN, vấn đề cần làm ngay là phải nâng cao quá trình cung cấp thông tin cho thị trường. Việc cung cấp thông tin không đơn thuần chỉ là việc cung cấp các thông tin thô mà thông tin đó phải có sự chính xác từ phía Chính phủ cũng như nội tại của các doanh nghiệp. Phải thay đổi lại các chuẩn mực kế toán ■

Tài liệu tham khảo

1. George Soros (2008), *The new paradigm for financial market* và *The credit crisis of 2008 and what it means*.
2. George Soros (1987), *The Alchemy of Finance*
3. www.cnn.com; www.ft.com và www.bloomberg.com

