



Ảnh Hòa Tấn

Tài chính hành vi và những bất thường của thị trường chứng khoán VN

Thạc sĩ LÊ ĐẠT CHÍ

Những biến động trên TTCK VN thời gian qua có thể được giải thích cho những lý do được viện dẫn như là hành vi của nhà đầu tư, việc nghiên cứu hành vi của nhà đầu tư là cần thiết. Nếu như lý thuyết thị trường hiệu quả giải quyết vấn đề thông tin trên thị trường đến với nhà đầu tư một cách hiệu quả như thế nào thì tài chính hành vi sẽ làm thay đổi những tiêu chuẩn đó.

Tài chính học hành vi

Vấn đề chính của lý thuyết thị trường hiệu quả là giải quyết tiêu chuẩn lý thuyết tài chính, lý thuyết giả định chức năng của thị trường vốn vận hành như thế nào và bằng cách nào để kiểm định phạm vi thông tin trên thị trường vốn sử dụng là có hiệu quả. Điều đáng nói là trong suốt thập kỷ vừa qua đã xuất hiện một lĩnh vực mới về kinh tế tài chính ám chỉ như là tài chính hành vi, tài chính hành vi có liên quan đến việc phân tích của mỗi cá

nhân mang những nét đặc trưng tâm lý khác nhau và những nét đặc trưng này ảnh hưởng đến hành động của các nhà đầu tư, nhà phân tích và nhà quản lý danh mục đầu tư. Theo Olsen, tài chính hành vi cho thấy được các mô hình tài chính chuẩn của hành vi có chứng mục và việc tối đa hóa lợi nhuận có thể đạt được trong một phạm vi cụ thể, nhưng trường phái ủng hộ tài chính hành vi lại quả quyết rằng mô hình này chưa hoàn chỉnh trừ phi nó không xem xét đến hành vi

của mỗi cá nhân.

Trong một số trường hợp, nhà đầu tư có thể tìm thấy một mức tỷ suất sinh lợi trên mức bình thường bằng việc tận dụng những sai biệt của các nhà phân tích hoặc của các nhà quản lý danh mục đầu tư. Những sai biệt này có thể được giải thích bởi tâm lý của nhà đầu tư. Một sai biệt quan trọng được ghi lại là xu hướng của các nhà đầu tư luôn ở trong vị thế lỗ rất lâu và thanh lý vị thế thắng rất sớm. Điều này muốn nói lên rằng các nhà đầu tư sợ thua

lỗi hơn là coi trọng giá trị những gì họ đã đạt được. Chúng được giải thích bởi lý thuyết về sự triển vọng. Một khuynh hướng khác được đề cập tới là phải tin vào những tiên đoán, đó là nguyên nhân mà các nhà phân tích có thể dự tính được tỷ lệ tăng trưởng của một công ty. Thêm vào đó, họ còn nhấn mạnh rằng những thông tin tốt cho công ty phải được đánh giá cao và phớt lờ những thông tin không tốt. Nhìn chung họ tin rằng mô hình phát triển của một công ty theo họ phân tích sẽ là một mô hình tốt.

Nghiên cứu của Brown giải thích sự ảnh hưởng của những nhà kinh doanh bầy đàn (không phải là những chuyên gia và không có những thông tin riêng) lên tính không ổn định. Khi có sự thay đổi trong quan điểm, những nhà kinh doanh này thường tiếp cận rất nhanh với thay đổi và theo đó là sự tăng lên của giá và sự bất ổn trong suốt thời gian giao dịch những chứng khoán đó. Clark & Statman nhận thấy rằng các nhà kinh doanh theo tin đồn thường theo khuynh hướng của những nhà báo (những người luôn hướng đến xu hướng bầy đàn).

Như vậy, tài chính học hành vi nghiên cứu dựa trên tâm lý con người để giải thích những bất thường trên thị trường tài chính. Tài chính hành vi cố gắng giải thích làm thế nào và tại sao những xúc cảm và nhận thức sai lệch ảnh hưởng đến các quyết định của nhà đầu tư và từ đó tạo nên những bất thường trên thị trường như “bong bóng” và “sự đổ vỡ”.

Tài chính học hành vi giả định cấu trúc thông tin và đặc điểm của nhà đầu tư tham gia thị trường ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các nhà đầu tư khác một cách có hệ thống. Một phần quan trọng của phương pháp tiếp cận này là các nhà đầu tư hành động thế nào trong thực tế. Có nghĩa là các nhà

đầu tư xây dựng danh mục của họ như thế nào, tại sao họ lại mua và bán các tài sản đó, và các nhà đầu tư hiểu và hành động trên cơ sở thông tin nhận được như thế nào.

Trong kinh doanh, nhà đầu tư có khuynh hướng tin quá nhiều vào những giá trị dựa trên phán đoán có được ngay sau những mẫu thông tin công bố hoặc những nguồn thông tin riêng lẻ, họ quá tự tin vào các phán đoán của mình, thậm chí còn thích chấp ngay lấy thông tin rời rạc hơn là những thông tin công bố rõ ràng.

Chẳng hạn, một nhà đầu tư tin rằng những kỹ năng vốn có của mình có thể giúp anh ta may mắn hơn những người dùng phân tích để lựa chọn một cổ phiếu tốt. Điều này chỉ có thể lý giải bằng cảm xúc (emotion) của anh ta. Cảm xúc của một nhà đầu tư là một yếu tố quan trọng chi phối hành vi đầu tư của nhà đầu tư đó. Warren Buffett đã từng phát biểu “đầu tư không phải là trò chơi nơi mà những gã với IQ 160 có thể đánh bại những gã với IQ 130... Một nhà đầu tư có trí tuệ bình thường, điều bạn cần là kiểm soát “sự thúc giục” đã khiến cho người ta lao vào những khó khăn trong đầu tư”.

Trên đây chúng ta chưa đề cập đến một vấn đề thứ hai là đối tượng nghiên cứu của tài chính hành vi là giới hạn đối với arbitrage (kinh doanh chứng khoán). Từ quan điểm của nhiều lý thuyết, có lý do để tin rằng arbitrage là một quá trình rủi ro và do đó hiệu quả bị giới hạn. Nhưng có bằng chứng nào cho thấy là arbitrage bị giới hạn không? Về nguyên tắc, bất kỳ một minh chứng nào cho việc định giá sai lầm liên tục của các chứng khoán là chứng cứ của arbitrage bị giới hạn: nếu arbitrage không bị giới hạn, sự định giá sai lầm này sẽ nhanh chóng biến mất.

Những sai lầm thường gặp của

nhà đầu tư

Nhận thức có nghĩa là nhà đầu tư suy nghĩ như thế nào. Tâm lý học cho rằng sai lầm lớn nhất của các nhà đầu tư là họ nhận thức quá sai lệch về bản thân, từ đó dẫn đến những sai lầm trong quyết định đầu tư của họ. Chúng ta thử xem họ nhận thức như thế nào về bản thân mình.

Quá tự tin vào ảo tưởng về khả năng của mình

Quá tự tin là một phần thường hay được bàn luận trong tài chính hành vi. Robert Shiller (2000) đã diễn tả “con người thường nghĩ là họ biết nhiều hơn những gì họ làm”. Theo nhiều nghiên cứu cho thấy quá tự tin là sai lầm đã trở thành lối mòn trong suy nghĩ của các nhà đầu tư, họ luôn xem mình là chuyên gia, điều mà đã làm cho các nhà phân tích dự đoán quá mức về tỷ lệ tăng trưởng của các công ty tăng trưởng. Hơn nữa, họ quá chú trọng đến những thông tin tốt của các công ty được đánh giá và lờ đi những thông tin xấu – điều đó làm cho họ tin tưởng rằng cổ phiếu của những công ty tăng trưởng mà họ phân tích sẽ là “những cổ phiếu tốt”. Nhà đầu tư này đã cố gắng tìm kiếm những thông tin để ủng hộ cho những nhận định và quyết định trong quá khứ của mình. Kết quả là, họ có xu hướng đánh giá sai lầm cổ phiếu của những công ty này.

Ác cảm quá đối với việc thua lỗ

Chính điều này đã dẫn dắt các nhà đầu tư “bán đi chiến thắng quá sớm và ôm lấy thất bại quá lâu” mà lẽ ra cái mà họ nhận được phải nhiều hơn. Lý do là nhà đầu tư lo sợ sự lỗ lã hơn là giá trị họ đạt được. Chẳng hạn, gần đây trên TTCK VN diễn ra nhiều phiên đấu giá cổ phần, trong đó Bảo Việt là một minh chứng. Thời gian diễn ra IPO Bảo Việt trong giai đoạn điều chỉnh của thị trường, tâm lý lo sợ giảm giá của cổ phiếu này ngay sau ngày đấu

giá đã lan dần đưa đến một tâm lý “bán lúa non”. Những nhà đầu tư nào đầu giá thành công thấp hơn mức giá trung bình liền chào bán ngay để mong kiếm được một khoản lợi nhuận. Tâm lý này đã đưa đến một làn sóng chào bán cổ phiếu Bảo Việt ở ạt thấp hơn mức giá đầu thành công thấp nhất. Vấn đề ở đây, nếu tất cả các nhà đầu tư tin tưởng vào những phân tích của mình khi tham gia đầu giá, ắt hẳn sẽ không bán tháo những cổ phiếu của mình do tâm lý lo sợ thị trường giảm giá. Thực tế cho thấy, đa phần các nhà đầu tư chưa tin tưởng vào những căn cứ phân tích của mình.

Tâm lý bầy đàn

Con người là một thực thể khá phức tạp và đôi khi cũng mâu thuẫn trong suy nghĩ, lời nói và hành động của mình. Nếu họ không phải là nhà đầu tư, họ sẽ nhìn nhận vấn đề đó một cách sáng suốt hơn nếu họ ở vị thế là nhà đầu tư. Nếu họ ở địa vị là một nhà đầu tư, từ việc phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật cộng với hiểu biết của bản thân, chắc chắn họ sẽ biết mình nên hành động như thế nào là phù hợp và sáng suốt nhất. Thế nhưng, có lẽ là do chúng ta ngồi đây, chúng ta không phải là người bỏ tiền ra đầu tư nên chúng ta nói mà không xót, vì mỗi lời nói và hành động của chúng ta không phải trả “phí”. Còn nhà đầu tư, việc họ nói và hành động như thế nào đều trả “phí” bằng chính tiền của chính họ. Phải chăng vì như thế mà họ dễ bị lung lay bởi những thông tin bên lề mà người ta gọi là “thông tin mật” được cung cấp bởi những người viết bản tin hoặc từ một người thân của mình trong nội bộ công ty... mà không quan tâm nhiều vào tính xác thực và độ tin cậy của chúng. Họ cũng dễ bị ảnh hưởng bởi các nhà đầu tư khác, đặc biệt là các nhà đầu tư “dẫn dắt” thị trường. Họ có thể là các nhà đầu tư nước ngoài, các nhà đầu tư tổ chức hoặc các cổ đông lớn

trong công ty. Một lẽ đơn giản vì các nhà đầu tư nhỏ này nghĩ rằng không ai đại gì đùa giỡn ngay trên chính tiền của chính mình, do đó, họ bị lung lay, làm theo các nhà đầu tư “dẫn dắt thị trường” này. Một minh chứng thường thấy trên các bản tin của TTCK VN là những ngày giao dịch được thông tin là nhà đầu tư nước ngoài mua vào ở ạt thì thị trường tăng giá. Những phiên đầu giá thành công được thông báo các nhà đầu tư tổ chức hay các nhà đầu tư nước ngoài không trúng thầu thì lập tức cổ phiếu đó trở nên khó giao dịch và giảm giá sau đó...

Giả sử những thăng trầm trên TTCK VN vào cuối năm 2006 và đầu năm 2007 được giải thích do nguyên nhân VN gia nhập WTO, thì cho thấy những kỳ vọng quá mức về viễn cảnh của những cơ hội từ việc gia nhập WTO mang lại mà nhà đầu tư đã phớt lờ đi những thách thức mà các doanh nghiệp VN phải đối mặt. Điều này cho thấy tâm lý bầy đàn đã làm cho thị trường phát triển nóng. Nếu như các nhà đầu tư biết phân tích và dự báo những viễn cảnh tăng trưởng từ cơ hội này thì họ đã phải điều chỉnh giá cổ phiếu giao dịch trước đây. Tuy nhiên khi VN tiến gần đến cơ hội gia nhập WTO thì các nhà phân tích này kỳ vọng quá mức cho viễn cảnh tăng trưởng của các doanh nghiệp VN.

Một vấn đề rất đơn giản, khi con người đứng trước điều không chắc chắn, người ta thường có khuynh hướng làm theo đám đông và nghĩ rằng đám đông luôn luôn đúng. Đó là lý do mà những cuộc khủng hoảng trên thế giới nổ ra như cuộc khủng hoảng kinh tế châu Á 1997.

Dùng quá khứ ngắn hạn để dự đoán cho tương lai xa

Lý trí đưa đến nhà đầu tư tin tưởng rằng chiều hướng tăng

trường mạnh trong quá khứ này sẽ tiếp tục trong tương lai, khi trên thực tế giá chứng khoán liên tục sụt giảm cũng chẳng thể đoán được sẽ đi đến đâu (trong khi nhiều người vẫn cố tình đưa ra những dự đoán, với một con số cụ thể nào đó).

Trở nên dờ dẫm bởi sự quá tải thông tin

Khi có quá nhiều thông tin cho việc ra quyết định đầu tư tâm trạng chung của họ lúc này là nghe ngóng, xem xét, thăm dò thị trường rồi mới đưa ra quyết định. Tuy nhiên sự chờ đợi dường như khiến nhà đầu tư mệt mỏi và lúc đó họ lại hành động theo số đông.

Bám chặt sự chắc chắn (tuy nhiên không thích hợp) và không tiếp nhận kiến thức, miễn cưỡng chấp nhận lỗi lầm.

Chủ nghĩa bảo thủ cho rằng khi mọi thứ thay đổi, người ta thường có xu hướng phản ứng chậm chạp với những sự thay đổi này. Nói cách khác, họ cứ giữ chặt theo lối tư duy mà trước đây họ vẫn thường làm. Các nhà đầu tư thường “neo” những quyết định của mình vào những nhà đầu tư khác có tính chất dẫn dắt thị trường. Họ thường thiếu những kinh nghiệm và những thủ thuật kinh doanh trên thị trường cũng như những kỹ năng cần có. Những điều này không dễ dàng có được và thường phải trả một giá không rẻ. Vì vậy đã tạo ra những khiếm khuyết trong các quyết định của những nhà đầu tư này. Phần thưởng chỉ dành cho những người tinh táo, có khả năng nắm bắt và chi phối thị trường, có kiến thức và thông tin cần thiết để nhìn trước tương lai.

Đánh giá quá cao khả năng của những sự việc có vẻ tất nhiên trên cơ sở dữ liệu và kinh nghiệm

Đôi khi nhà đầu tư vô tình lựa chọn một số sự kiện/diễn biến thực tế và bỏ qua những sự kiện/diễn biến khác để hình thành một câu

chuyện đầu tư đẹp hơn. Điều này đặc biệt đúng với những chuyên gia tiếp cận với quá nhiều thông tin, và do đó có thể theo dõi nên nhiều ảo giác đầu tư.

Minh chứng từ các hành vi

Một thực tế trên TTCK VN cho thấy có quá nhiều “nhà đầu tư không có lý trí”. Họ đã phản ứng quá mức trước những thông tin công bố của các công ty niêm yết trên thị trường. Do nội tại của thị trường VN mà các doanh nghiệp thường đưa ra những thông tin đánh vào tâm lý của các nhà đầu tư chẳng hạn như:

Chính sách phát hành cổ phiếu thường

Nếu một nhà đầu tư có lý trí thì họ không phản ứng thái quá trước những thông tin phát hành cổ phiếu thường cho các cổ đông hiện hữu. Trong một chừng mực nào đó, việc phát hành cổ phiếu thường giống như doanh nghiệp chia nhỏ cổ phần để làm cho giá mỗi cổ phiếu sau khi chia nhỏ sẽ giảm đi nhằm tạo tính thanh khoản trên thị trường. Thường cổ phiếu cũng là một nghiệp vụ chỉ làm tăng số lượng cổ phiếu chứ không làm gia tăng giá trị vốn cổ phần, nói cách khác, về phương diện hạch toán kế toán, đó chẳng qua là một bút toán chuyển từ tài khoản thặng dư vốn (capital surplus) sang vốn điều lệ (capital stock – tính trên mệnh giá). Như vậy việc tăng giá từ thông tin này cũng chỉ dừng lại ở một mức độ hợp lý nhờ tính thanh khoản của cổ phiếu này cao hơn trước. Thị giá cổ phiếu của Công ty đầu tư và phát triển đô thị khu công nghiệp Sông Đà cũng đã tăng quá mức trước thông tin công ty phát hành cổ phiếu thường với tỷ lệ một cổ phiếu được ba cổ phiếu. Phải chăng các nhà đầu tư phản ứng quá mức những thông tin này mà không biết được nguồn gốc của những tờ cổ phiếu này. Rất đơn giản, những “tờ

giấy” mới này được xé ra từ những tờ giấy hiện hữu và dĩ nhiên mỗi tờ giấy sẽ có giá trị nhỏ hơn, ấy thế mà những “tờ giấy” này liên tục tăng giá sau đó.

Chính sách cổ tức

Shefrin and Statman (1984) đưa ra một số giải thích hành vi đối với việc tại sao các nhà đầu tư lại thích cổ tức. Ý kiến đầu tiên của họ dựa trên khái niệm của việc tự kiểm soát. Một mặt, chúng ta muốn bỏ đi sự ham thích, nhưng mặt khác, chúng ta đưa ra sự quyến rũ: Hôm nay, chúng ta tự bảo rằng ngày mai chúng ta sẽ không ăn quá nhiều, thế nhưng khi ngày mai đến, chúng ta lại ăn quá nhiều. Nói cách khác, người ta có thể thích cổ tức bởi vì cổ tức có thể giúp họ khắc phục vấn đề tự kiểm soát thông qua việc thiết lập những luật lệ cơ bản. Một sự hợp lý khác đối với cổ tức là tinh thần. Bằng việc chi trả cổ tức, các công ty sẽ giúp cổ đông đạt được một sự cách ly với thua lỗ và do đó tăng thêm lợi ích cho họ.

Baker and Wurgler (2002b) lập luận rằng sự thay đổi trong chính sách cổ tức có thể phản ánh trong sự thay đổi tâm lý của nhà đầu tư về công ty chi trả cổ tức liên hệ với tâm lý của ông ta về công ty không chi trả cổ tức. Họ lập luận rằng đối với một số nhà đầu tư, những công ty chi trả cổ tức và những công ty không chi trả cổ tức đại diện cho những loại hình tiêu biểu và rằng những nhà đầu tư này đang thay đổi nhìn nhận về những công ty này. Ví dụ, khi nhà đầu tư không thích rủi ro, họ thích chi trả cổ tức bởi vì một khái niệm rằng những công ty này ít rủi ro. Nếu các nhà quản trị thích tối đa hoá giá trị trong ngắn hạn, có lẽ bởi vì phần bù của anh ta, họ cố gắng thay đổi chính sách cổ tức theo sở thích của nhà đầu tư.

Chính những điều phân tích này đã đưa đến các nhà quản lý của doanh nghiệp VN luôn công bố

những chính sách chi trả cổ tức hấp dẫn, và khi không đủ tiền mặt để chi trả cổ tức thì họ phát hành thêm. Một chính sách cổ tức cao được thực hiện dưới hình thức phát hành thêm cũng không làm thay đổi giá trị vốn cổ phần bởi vì nó chỉ là một bút toán chuyển từ lợi nhuận giữ lại sang vốn điều lệ mà thôi, có chăng đó là số lượng cổ phần sẽ tăng lên. Một chính sách như thế sẽ là một gánh nặng tài chính cho các nhà quản lý doanh nghiệp trong dài hạn. Ở VN, một chính sách cổ tức thường “neo” vào mệnh giá của cổ phiếu, và khi số lượng cổ phần tăng lên lại càng gia tăng áp lực cổ tức tiền mặt. Việc gia tăng này không chỉ từ chính sách cổ tức cao mà còn do việc phát hành thêm để chi trả cổ tức. Khi không đủ tiền mặt để chi trả cổ tức thì một điệp khúc vẫn là phát hành thêm, và cứ thế, trong dài hạn, chính sách này càng gia tăng áp lực tài chính cho nhà quản lý công ty. Liệu rằng hành vi của nhà đầu tư sẽ phản ứng như thế nào nếu họ có đủ lý trí trước những thông tin này?

Kết luận

Như đã đề cập, đóng góp chính của tài chính hành vi là giải thích một vài sự bất thường của thị trường bởi một vài hành động sai biệt đáng chú ý của nhà đầu tư trên thị trường như nêu trên. Chúng ta không thể chấm dứt được tâm lý “bầy đàn” trong đầu tư, chỉ có thể điều chỉnh hành vi của mình theo thị trường. Để kết thúc vấn đề này, Bill Boner - phóng viên của tờ *The Daily Reckoning Australia* - đã bình luận: “Những nhà đầu tư non nớt của VN có thể chẳng có chút kiến thức nào. Các nhà đầu tư của VN không hề có khái niệm đối với hai từ ‘bong bóng’ và ‘đổ vỡ’. Nhưng tôi tin rằng, khi ngày càng có nhiều người VN giàu lên nhờ chứng khoán thì tiếng Việt cũng sẽ được ‘làm giàu’ với hai từ này” ■