

Tài chính hành vi và khả năng ứng dụng vào

TTCK Việt Nam

THS. VÕ VĂN LAI
THS. LÊ THỊ THU HƯƠNG

(Tiếp theo số 27)

Khung khái niệm (framing):

Khung khái niệm là việc những khái niệm hay ý tưởng được diễn giải cho từng cá nhân riêng biệt. Jay F. Ritter (2003) diễn giải khung khái niệm bằng cách lấy ví dụ về hoạt động kinh doanh của nhà hàng. Ông cho rằng, nhà hàng thường quảng cáo có các dịch vụ hậu mãi, nhưng không bao giờ đề cập tới những khoản phụ thu trong giờ cao điểm. Tương tự, các bác sĩ thường sử dụng thuật ngữ khả năng sống sót nhiều hơn là tỷ lệ tử vong mặc dù tổng của chúng là 100%.

Tính toán ảo (Mental accounting):

Tính toán ảo thường thể hiện bằng cách chia tách các quyết định vào các “tài khoản ảo” (mental account) riêng trong trí não con người thay vì kết hợp chúng lại thành một thể thống nhất. Người ta xử lý các quyết định này tương đối độc lập và không chú ý đến tính tương quan của chúng. Chẳng hạn, các nhà đầu tư đôi lúc phân bổ nguồn vốn của mình vào những tài sản tài chính (cổ phiếu, trái phiếu) riêng lẻ mà không quan tâm đến mối tương quan giữa các tài sản này. Tính toán ảo thường đưa đến những sai lầm trong việc

quản trị danh mục đầu tư.

Bảo thủ (conservatism):

Bảo thủ thường được diễn giải là khả năng đón nhận những thay đổi một cách chậm chạp. Nói cách khác, nhiều người thường bám víu vào những sự việc đã xảy ra trước đó. Chẳng hạn, khi thị trường chứng khoán tăng trưởng, nhiều nhà đầu tư cho rằng, đó chỉ là việc giá chứng khoán tăng trong ngắn hạn, mà không nhìn nhận nó dưới góc độ là thị trường đang chuyển qua một giai đoạn phát triển mới. Vì những thành kiến bảo thủ, những nhà đầu tư này ra những quyết định chậm hơn, và kết quả là thu được lợi nhuận kém hơn.

Kiên trì niềm tin (Belief Perseverance):

Lord, Ross và Lepper (1979) đưa ra nhiều bằng chứng cho thấy khi một người đã hình thành quan điểm của mình, họ giữ quan điểm đó trong một thời gian dài mà không thay đổi. Người ta thường khó thay đổi quan điểm và thường không tìm hiểu những gì trái với quan điểm của mình. Trong lĩnh vực tài chính, khi một người tin vào giả thuyết thị trường hiệu quả thì họ sẽ tin tưởng nó trong một thời gian dài, cho dù có những chỉ trích đối với

giả thuyết này.

Bám vào những giá trị đã kiến lập (anchoring):

Nhiều nghiên cứu cho rằng, khi một người đã hình thành những giá trị nào đó, họ thường đánh giá những vấn đề dựa trên các giá trị này. Chẳng hạn, vì các nước châu Phi là các nước đang và kém phát triển, nên mức đóng góp cho kinh tế thế giới khá nhỏ. Vì thế, khi hỏi có bao nhiêu phần trăm thành viên của Liên Hiệp Quốc là các nước châu Phi, nhiều người cho rằng con số này rất thấp.

Khả năng ứng dụng lý thuyết tài chính hành vi vào điều kiện thực tiễn của thị trường chứng khoán Việt Nam

Tuy lý thuyết tài chính hành vi mới phát triển trong thời gian gần đây, nhưng đã có những đóng góp đáng kể cho lĩnh vực tài chính. Đối với những thị trường tài chính mới phát triển, nơi tồn tại những hành vi bất hợp lý và có những hạn chế trong kinh doanh chênh lệch giá, lý thuyết tài chính hành vi tỏ ra rất hữu ích. Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, lý thuyết này có vẻ rất hữu dụng.

Thị trường chứng khoán Việt Nam trong những năm qua hoạt động khá “thất thường”. Năm

2001, khi mới đi vào hoạt động trong một thời gian ngắn, chỉ số VN-Index đã đạt kỷ lục ở mức 571 điểm, ngoài khả năng dự đoán của nhiều chuyên gia kinh tế. Tuy nhiên, sau đó chỉ số này lại tiếp tục giảm và duy ở mức thấp dưới 200 điểm và 300 điểm trong một thời gian rất dài. Đến đầu năm 2006, tình hình mới bắt đầu khởi sắc. Hết quý 1 năm 2006, tổng giá trị vốn hóa của toàn bộ thị trường cổ phiếu đạt khoảng 8% GDP, và thị trường có khoảng 50 công ty niêm yết. Từ giữa năm 2006, thị trường chứng khoán bắt đầu tăng trưởng “nóng”, và mức tăng trưởng nóng này kéo dài đến quý 1 năm 2007. Vào ngày 12 tháng 3 năm 2007, chỉ số VN-Index đạt kỷ lục ở mức 1.170,6 điểm, tăng hơn 55% so với phiên cuối cùng

vẫn tiếp tục mua vào và đẩy giá cổ phiếu tăng cao. Ngay cả vào tháng 3 năm 2007, Bloomberg, một kênh truyền hình tài chính nổi tiếng thế giới của Hoa Kỳ, lên tiếng cảnh báo rằng giá cả chứng khoán của Việt Nam đã tăng hơn 50% giá trị thực của nó, nhưng điều này vẫn không ảnh hưởng lớn đến thị trường vào lúc đó. Tiếp đó, vào giữa năm 2007, Meryll Lynch, một công ty đầu tư tài chính toàn cầu, và cả ngân hàng HSBC cũng cảnh báo thị trường chứng khoán Việt Nam quá nóng. Nhưng dường như những lời cảnh báo này không có tác dụng ngăn hạn, thị trường vẫn đi lên. Và ngược lại, đầu năm 2008, trong khi nhiều nhà kinh tế cho rằng giá cả chứng khoán đã dưới giá trị thật của nó nhưng thị trường vẫn đi xuống.

Biểu đồ 1: Chỉ số VN - Index trên thị trường chứng khoán TP. Hồ Chí Minh



năm 2006 và tăng gần 4 lần so với đầu năm 2006. Trong năm 2007, thị trường chứng khoán Việt Nam biến động mạnh, và đến gần năm 2008, chỉ số VN-Index liên tục sụt giảm. Những tháng đầu năm 2008, thị trường chứng khoán Việt Nam chao đảo và có xu hướng đi xuống sau một thời gian tăng trưởng vượt bậc.

Rõ ràng, phản ứng “quá thái” của thị trường chứng khoán trong thời gian qua khó có thể giải thích dựa trên giả thuyết thị trường hữu hiệu. Nhiều nghiên cứu về giả thuyết này trên thị trường chứng khoán Việt Nam cho thấy thị trường này không hữu hiệu². Điều này càng rõ ràng khi vào đầu năm 2007, có nhiều cảnh báo giá cả cổ phiếu của Việt Nam vượt qua giá trị thật của nó 30%, nhưng các nhà đầu tư

Dưới góc độ của lý thuyết tài chính hành vi, người ta có thể giải thích sự biến động mạnh trên thị trường chứng khoán của Việt Nam trong thời gian vừa qua. Đầu năm 2006, nhiều thông tin tốt đẹp về nền kinh tế Việt Nam được đăng tải hàng ngày trên các phương tiện truyền thông. Việc Việt Nam chuẩn bị gia nhập WTO, Việt Nam đăng cai hội nghị APEC, việc Hoa Kỳ đưa Việt Nam ra khỏi danh sách các nước cần quan tâm đặc biệt, và việc Hoa Kỳ trao quy chế PNTR cho Việt Nam tạo nên sự lạc quan thái quá của các doanh nghiệp và các nhà đầu tư về triển vọng kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng.

Sự tự tin quá mức của giới đầu tư còn được thể hiện qua việc

hầu hết mọi người đều cho rằng họ hiểu về công ty họ đang đầu tư. Một cuộc khảo sát nhỏ của giảng viên và sinh viên đại học Tôn Đức Thắng cho biết, trong 119 người được hỏi một cách ngẫu nhiên, có 110 người cho rằng họ có khả năng đọc và hiểu được báo cáo tài chính, chiếm 92,4%. Trong 119 người này, có 91 người (chiếm 76,5%) tự cho mình có khả năng phân tích được báo cáo tài chính. 97% nhà đầu tư cho rằng họ đã phân tích tình hình công ty cẩn thận trước khi thực hiện các quyết định đầu tư.

Đến giữa năm 2007, có nhiều thông tin không thuận lợi cho các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam như các bản công bố của các tập đoàn đa quốc gia, nhưng nhiều nhà đầu tư vẫn tiếp tục mua cổ phiếu vào. Kết quả là chỉ số VN-Index tăng lên trên 1.100 điểm vào tháng 9 và tháng 10 năm 2007. Điều này có thể giải thích bởi các hành vi tâm lý của nhà đầu tư, đó là quá kiên trì vào niềm tin trong quá khứ, chủ nghĩa kinh nghiệm, trung thành với quá khứ. Tuy nhiên, sự tăng trưởng của thị trường không được bền lâu. Vào cuối năm 2007, khi tỷ lệ lạm phát gia tăng, tình hình kinh tế không như nhiều nhà đầu tư mong đợi, nên họ bán cổ phiếu ra thị trường. Chỉ số VN-Index giảm và tiếp tục giảm cho đến đầu năm 2008.

Đối với các nhà đầu tư nhỏ lẻ, việc lựa chọn cổ phiếu để đầu tư cũng phản ánh hành vi cá nhân của họ. Nhiều người chỉ tập trung vào một vài cổ phiếu như FPT hay BMC, nên giá cổ phiếu này tăng đến mức kỷ lục. Tỷ số P/E đôi lúc lên tới trên 70, là mức quá cao trên thế giới. Bên cạnh đó, nhiều người cũng mua cổ phiếu OTC mà không tìm hiểu kỹ đến công ty mình mua. Thiếu sự đa dạng hóa trong hoạt động đầu tư là xu hướng phổ biến trong thời gian này.

Tóm lại, tài chính hành vi là một lĩnh vực mới, nghiên cứu về các hành vi của các chủ thể tham gia vào hoạt động tài chính. Lý

Bàn về cơ chế điều hành lãi suất của NHNN Việt Nam

NGUYỄN ANH VŨ

(Tiếp theo số 27)

Cơ chế điều hành lãi suất mới của NHNN Việt Nam:

Sau khi quyết định này được công bố, các ngân hàng đã phản ứng ngay lập tức bằng cách đồng loạt tăng lãi suất huy động đồng Việt Nam từ 12%/ năm lên 13.5%/năm, 14%/năm, thậm chí những ngày gần đây có ngân hàng là 15% -16% /năm. Đây mới chỉ là những tác động nhất thời. Trong dài hạn, việc điều hành chính sách tiền tệ nói chung cũng như cơ chế điều hành lãi suất mới nói riêng sẽ còn tiếp tục có những tác động lớn hơn.

Theo điều 9 và điều 18 Luật Ngân hàng Nhà nước 1997: Lãi suất cơ bản là lãi suất do Ngân hàng Nhà nước công bố làm cơ sở cho các Tổ chức tín dụng ấn định lãi suất kinh doanh, Ngân hàng Nhà nước xác định và công bố lãi suất cơ bản và lãi suất tái cấp vốn.

Ngày 16/5/2008, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Quyết định 16/2008/QĐ-NHNN quy định về cơ chế điều hành lãi suất cơ bản bằng đồng Việt Nam. Theo văn bản này, mức trần lãi suất huy động 12%/ năm theo Công điện số 02/CĐ-NHNN ngày 26/2/2008 của NHNN sẽ hết hiệu lực thi hành, cơ chế lãi suất thỏa thuận theo Quyết định số 546/2002/QĐ-NHNN cũng được thay thế. Theo đó, các Tổ chức tín dụng ấn định lãi suất kinh doanh (lãi suất huy động, lãi suất cho vay) bằng đồng Việt Nam không vượt quá 150% lãi suất cơ bản do NHNN Việt Nam công bố. Định kỳ hàng tháng hoặc khi cần thiết NHNN sẽ công bố điều chỉnh lãi suất cơ bản. Đây không phải là việc thay đổi lãi suất đơn thuần mà nó đã đánh dấu sự thay đổi căn bản trong cơ chế điều hành lãi

Bảng 3: Lãi suất của một số ngân hàng

	1 tháng	3 tháng	6 tháng	12 tháng
ACB	13.74%	14.04%	14.14%	14.09%
SACOMBANK	14.70%	15%	15%	14.70%
VCB	14%	14%	14%	14.40%
BIDV	14.52%	14.52%	15%	14.52%
VIET A	14.80%	15%	15%	15%
SCB	15%	15%	15%	14.45%

(Nguồn: website các ngân hàng cập nhật ngày 5/6/2008)

Bảng 4: Diễn biến các loại lãi suất của NHNNVN

	12/2005 - 12/2007	2/2008 - 5/2008	Từ 5/2008
Lãi suất chiết khấu	4.5% / năm	6%	11%
Lãi suất tái cấp vốn	6.5% / năm	7.50%	13%
Lãi suất cơ bản	8.25% / năm	8.75%	12%

(Nguồn: Tổng hợp từ số liệu của NHNN Việt Nam)

thuyết này được xem là bỏ khuyết cho những thiếu sót của giả thuyết thị trường hiệu quả, giả thuyết coi phản ứng của các chủ thể là phản ứng hợp lý. Vì chuyên tập trung nghiên cứu những hạn chế của giao dịch chênh lệch giá và những hành vi tâm lý của các nhà kinh doanh, lý thuyết này là một trong những lý thuyết hữu dụng trong việc giải thích hành vi của thị trường tài chính không hoàn hảo. Do đó, nghiên cứu và ứng dụng lý thuyết này vào trường hợp thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ đem lại những hữu ích khi thực hiện các hoạt động kinh doanh chứng khoán cũng như điều hành thị trường này hoạt động hiệu quả ■

Tài liệu tham khảo:

1. Jay R. Ritter, (2003), "Behavioral Finance", Pacific – Basin Finance Journal, Vol. 11, No. 4, 2003.
2. Võ Văn Lai, Lê Thị Thu Hương (2007), "Kiểm chứng tính hữu hiệu của thị trường chứng khoán TP. Hồ Chí Minh dưới dạng yếu của giả thuyết thị trường hữu hiệu", Tạp chí Kinh tế Đối ngoại, số 26, tháng 9/2007.
3. Lê Thị Mỹ Hạnh (2006) "Kết quả khảo sát năng lực và hành vi nhà đầu tư", Đại học Tôn Đức Thắng.
4. Barberis, N., & R. Thaler, (2003). "A survey of behavioral finance", Hand book of the Economics of Finance, North-Hol land, Amsterdam.
5. Kahneman, Daniel, Jack L. Knetsch, and Richard H. Thaler, 1990, "Experimental tests of the endowment effect and the coase theorem", The Journal of Political Economy, 98(6), 1325–1348.
6. Tversky, Amos, and Daniel Kahneman, 1973, "Availability: A heuristic for judging frequency and probability", Cognitive Psychology, 5(2), 207–232.