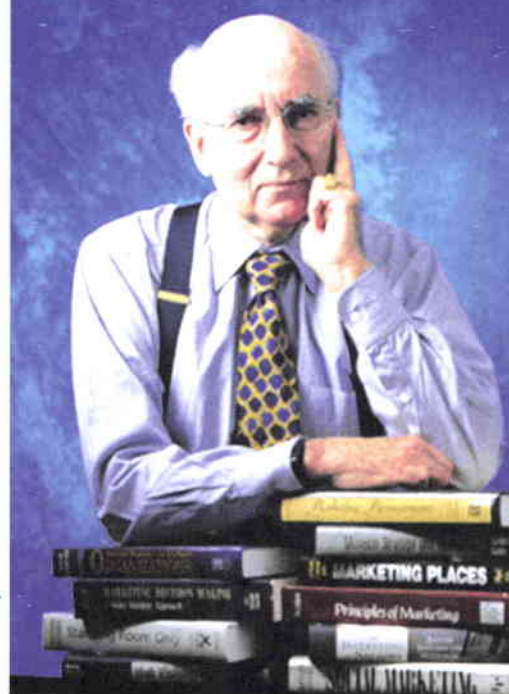


Những ý tưởng về thị trường hiệu quả xuất hiện từ những năm 1900 trong luận án tiến sĩ của nhà toán học Luis Bachelier (1870-1946). Ông nghiên cứu các công thức định giá quyền chọn và biến động giá cổ phiếu dựa trên chuyển động ngẫu nhiên của thị

trường tài chính đang ở trạng thái hiệu quả về mặt thông tin, chính vì thế không thể có những mức lợi nhuận vượt trội nào so với mức lợi nhuận trung bình của thị trường. Theo lý thuyết thị trường hiệu quả: (i) mọi thông tin trong quá khứ và hiện tại đều đã được “phản ánh” vào



Suy ngẫm về các lý thuyết đầu tư tài chính hiện đại

trường. Tuy nhiên đến năm 1964 với luận án tiến sĩ của Eugene Fama - hiện đang là giáo sư của Đại học Chicago Booth School of Business lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Theory - EMH) mới trở thành một lý thuyết nổi bật và là nền tảng cho các lý thuyết tài chính hiện đại như: lý thuyết về danh mục đầu tư hiện đại¹ (Modern Portfolio Theory - MPT), mô hình định giá tài sản vốn² (Capital Asset Pricing Model - CAPM), mô hình định giá quyền chọn Black - Scholes³, các mô hình lợi nhuận kỳ vọng (The Expected-Returns Models),...

Lý thuyết thị trường hiệu quả

giá của cổ phiếu, vì thế mọi chuyển động của giá cổ phiếu trong tương lai là do những tin tức mới mang lại chứ không phải do tin tức cũ mang lại. Do vậy không thể kiếm được lợi nhuận bằng cách căn cứ vào các thông tin đã biết hay những hình thái biến động của giá trong quá khứ; (ii) khái niệm “hiệu quả” ở đây được dùng để chỉ việc hấp thụ thông tin nhanh chóng chứ không phải việc sử dụng các nguồn lực tạo ra sản lượng tối đa như trong các lĩnh vực kinh tế học khác; (iii) lý thuyết thị trường hiệu quả tin rằng luôn tồn tại cơ chế kinh doanh chênh lệch giá điều chỉnh thị trường về

Nguyễn Minh Sáng
Đại học ngân hàng TP HCM

trạng thái hiệu quả, cân bằng. Một khi tồn tại hiện tượng định giá sai trên thị trường, nghĩa là giá của các công cụ trên thị trường tài chính không phản ánh một cách chính xác giá trị hợp lý thì “những nhà đầu tư (NĐT) hợp lý” sẽ tận dụng những cơ hội này góp phần điều chỉnh thị trường về trạng thái hợp lý hay cân bằng.

Kể từ khi chính thức ra đời đến nay lý thuyết thị trường hiệu quả đã đối mặt với rất nhiều ý kiến phản bác khác nhau, đặc biệt là những ý kiến của các nhà kinh

¹ Do Harry Markowitz giới thiệu năm 1952 nói về cách thức đa dạng hóa danh mục đầu tư để giảm thiểu rủi ro cho NĐT.

² Được phát triển bởi Jack Treynor (1961, 1962), William Sharpe (1964), John Lintner (1965) và Jan Mossin (1966) nhằm xây dựng mô hình mô tả mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng.

³ Myron Samuel Scholes (Nobel kinh tế năm 2002) và Fischer Black, hai nhà kinh tế học người Mỹ là tác giả của mô hình định giá quyền chọn.



tế học nghiên cứu tài chính hành vi (Behavioral Finance). Các nhà kinh tế này đã đưa ra một số dẫn chứng để minh chứng cho tính “không hiệu quả” của thị trường: sự sụt giảm mạnh mẽ của giá cả chứng khoán ở thị trường chứng khoán Mỹ từ ngày 15/10/1987 đến ngày Thứ Hai đen tối 19/10/1987; sự sụt giảm giá cổ phiếu của các công ty công nghệ thông tin vào tháng 03/2000 gần đây là nhất là sự giảm giá chứng khoán trong cuộc khủng hoảng tài chính - kinh tế toàn cầu 2007 - 2010; và trường hợp của Warren Buffett là ví dụ điển hình về một NĐT thành công trong việc đi trước thị trường.

Lý thuyết tài chính hành vi nghiên cứu những hành vi (hành động có nhận thức) của các chủ thể kinh tế có thể ảnh hưởng đến việc ra các quyết định tài chính cũng như giá thị trường ra sao. Phương pháp nghiên cứu của trường phái này dựa trên các mô hình kết hợp giữa tâm lý học với các mô hình về dự tính duy lý của kinh tế học tân cổ điển. Các nhà nghiên cứu nổi tiếng trong lĩnh vực này gồm Daniel Kahneman (Nobel kinh tế 2002), Amos Tversky, Richard H. Thaler, Vernon L. Smith (Nobel kinh tế 2002) và đặc biệt là Robert Shiller với việc xuất bản tác phẩm nổi tiếng “Irrational Exuberance”⁴ vài tuần trước khi diễn ra sự sụp đổ thị trường cổ phiếu của các công

ty công nghệ thông tin toàn cầu vào tháng 3 năm 2000. Thời điểm ra đời và nội dung của “Irrational Exuberance” đã dẫn tới sự chấp nhận rộng rãi trong cộng đồng nghiên cứu khoa học kinh tế như trong trường hợp của Paul Krugman với tác phẩm “The Myth of Asia’s Miracle” đăng trên tạp chí Foreign Affairs năm 1996 dự báo trước cuộc khủng hoảng tài chính Đông Nam Á 1997; các nghiên cứu của “Dr. Doom” - Giáo sư Nouriel Roubini Đại học New York năm 2007 đã dự đoán chính xác về cuộc khủng hoảng tài chính - kinh tế toàn cầu 2007 - 2010.

Hai vấn đề chính của tài chính hành vi là tâm lý học về nhận thức (con người suy nghĩ như thế nào) và những giới hạn của kinh doanh chênh lệch giá (khi nào thị trường sẽ không hiệu quả) [3]. Những nhà tâm lý học nghiên cứu về nhận thức con người đã dẫn chứng ra những mô hình về cách cư xử - suy nghĩ của con người có thể làm cho các quyết định tài chính của họ sai lầm.

Vấn đề thứ nhất trong tài chính hành vi là một số mô hình nhận thức điển hình:

Sự quá tự tin (Overconfidence)

Trong một nghiên cứu năm 2006 mang tên “hành xử sai trái” [4], nhà nghiên cứu James Montier thấy rằng 74% trong 300 nhà quản lý quỹ chuyên nghiệp được khảo sát tin rằng họ đã làm

việc với hiệu suất công việc trên mức trung bình. Thực tế, chỉ có 50% nhà quản lý quỹ có thể được ở trên mức trung bình, điều này đã cho thấy các nhà quản lý quỹ đã quá tự tin.

Sự phản ứng quá mức với thông tin mới (Overreaction)

Những NĐT tham gia trên thị trường tài chính thường phản ứng quá mức đối với những thông tin mới, tạo ra những hiệu ứng lớn hơn lên giá của tài sản tài chính. Ví dụ, vào tháng 04/2008 khi có thông tin từ dự thảo luật thuế thu nhập cá nhân về việc đánh thuế thu nhập 25% từ phần lợi nhuận đầu tư chứng khoán thì VN-Index đã ngay lập tức giảm điểm từ 529,23 điểm ngày 05/04/2008 xuống còn 370,55 điểm vào ngày 13/06/2008.

Sự “neo” các tiêu chuẩn để tham chiếu (Anchoring)

Một căn nhà phải được xây dựng dựa trên một nền móng vững chắc, các ý kiến và quyết định của NĐT cũng phải được dựa trên các dữ kiện chính xác để có thể có các quyết định đúng đắn. Tuy nhiên, điều này không phải lúc nào cũng đúng. Khái niệm “anchoring” được rút ra từ xu hướng “trói buộc” hay “neo” những suy nghĩ của chúng ta vào một điểm tham chiếu - mặc dù nó có thể không có liên quan một cách hợp lý đến quyết định của NĐT. “Anchoring” có vẻ như một hiện tượng không thể xảy ra, nhưng

⁴ Cuốn sách đưa ra một số luận cứ chứng minh rằng thị trường chứng khoán đã bị định giá quá cao vào thời điểm đó. Những luận cứ của Robert Shiller đã sớm được chứng minh ngay sau khi cuốn sách xuất bản vào tháng 3 năm 2000

thực tế “anchoring” là hiện tượng khá phổ biến, đặc biệt trong những trường hợp mà con người phải đối diện với các khái niệm mới và lạ thường. Để hiểu rõ hơn khái niệm “anchoring” chúng ta hãy xem ví dụ sau: cổ phiếu BMC của Công ty Cổ phần Khoáng sản Bình Định đã có mức tăng giá khá ấn tượng từ 50.000đ/ 1 cổ phiếu vào ngày chào sàn 28/12/2006 lên đến 847.000đ/ 1 cổ phiếu vào ngày 21/05/2007. Nhưng do tình hình kinh doanh của công ty không tốt và việc chia tách cổ phiếu của công ty nên giá 1 cổ phiếu của BMC đến ngày 28/02/2008 chỉ là 222.000đ. Bởi có “neo” suy nghĩ giá trước đây là 847,000đ/ 1 cổ phiếu và hiện nay giá là 222.000đ/1 cổ phiếu, NĐT tin tưởng một cách sai lầm rằng cổ phiếu BMC đã bị đánh giá thấp, và quyết tâm không bán cổ phiếu BMC với giá thấp. Tuy nhiên, đến ngày 10/05/2010 giá 1 cổ phiếu BMC chỉ còn 57.500đ.

Tính toán không hợp lý (Mental accounting)

Mental accounting đề cập đến xu hướng các NĐT phân chia số tiền của họ thành những tài khoản riêng biệt dựa trên nhiều tiêu chí chủ quan khác nhau, như nguồn gốc của số tiền và mục đích cho mỗi tài khoản. Theo lý thuyết, NĐT chỉ định chức năng khác nhau cho mỗi nhóm tài sản, điều này sẽ tác động bất hợp lý và có hại đến các quyết định tiêu dùng và những hành vi khác. Ví dụ, NĐT có xu hướng chi tiêu và đầu

tư “liều lĩnh” nhiều hơn đối với khoản tiền “ngoài dự tính” chẳng hạn như: thuế được hoàn trả; tiền thưởng và quà tặng, so với một số tiền tương tự nhưng là nguồn thu nhập bình thường và ổn định như tiền lương.

Tính đại diện (Representativeness)

NĐT thường đánh giá thấp mức trung bình dài hạn và có xu hướng coi trọng những vấn đề mới xảy ra. Điều này đôi khi được biết như là quy luật của những số nhỏ (law of small numbers). Ví dụ, khi tỉ suất sinh lợi của vốn cổ phần cao trên thị trường chứng khoán trong năm 2007 - 2008, nhiều người bắt đầu tin rằng tỷ suất sinh lợi 30 - 40%/năm của vốn cổ phần là chuyện bình thường nhưng ở thời điểm năm 2001 - 2002 không NĐT nào dám nghĩ về tỷ suất sinh lợi đó.

Chủ nghĩa bảo thủ (Conservatism)

Khi có thay đổi, NĐT thường có xu hướng chậm nắm bắt những thay đổi đó. Hay nói cách khác, họ bám chặt vào những điều thường xảy ra lâu nay. Khuynh hướng bảo thủ chống lại khuynh hướng đại diện đã được nói ở trên. Khi một sự việc thay đổi, người ta phản xạ kém là do khuynh hướng bảo thủ này. Nhưng nếu điều này xảy ra đủ lâu thì người ta sẽ điều chỉnh và có khả năng sẽ phản ứng quá mức và trở nên coi nhẹ cái trung bình dài hạn. Ví dụ, cuối năm 2007 khi nền kinh tế Mỹ có dấu hiệu khủng hoảng,



các NĐT cho rằng các dấu hiệu trên chỉ là tạm thời trong dài hạn nền kinh tế vẫn phát triển, mà không nhận thấy có thể tin đó phát đi tín hiệu một chu kỳ suy thoái nhiều năm đã bắt đầu. Cho đến nửa cuối năm 2008 khi một loạt các định chế tài chính toàn cầu sụp đổ thì các NĐT lại phản ứng quá mức với thông tin này và đổ xô đi bán chứng khoán làm thị trường càng xấu hơn.

Sự sai lầm của con bạc (Gambler’s fallacy)

Khi nói đến xác suất, sự thiếu hiểu biết có thể dẫn tới các giả



định và dự báo không chính xác về sự bắt đầu của các sự kiện. Một trong những giả định không chính xác này được gọi là sự sai lầm của con bạc. Ví dụ, hãy xem xét sự thay đổi giá cổ phiếu, giá cổ phiếu có thể tăng, giảm hay giữ nguyên giá và chúng có xác suất bằng nhau là 1/3 bất kể các phiên trước đó giá cổ phiếu đã xảy ra trường-hợp nào. Tuy nhiên, dưới tác động của “gambler’s fallacy”, một người sẽ có xu hướng dự đoán rằng giá của cổ phiếu sẽ tăng nếu 10 phiên trước đó cổ phiếu này đã giảm giá.

Hành vi đám đông (Herd behavior)

Hành vi đám đông là xu hướng những cá nhân bắt chước theo các hành động có lý trí hay không có lý trí của một nhóm người lớn hơn. Tuy nhiên hầu hết mọi người sẽ không nhất thiết phải thực hiện cùng một sự lựa chọn. Hành vi đám đông được đưa ra vào cuối những năm 1990 khi mà các nhà tư bản và các NĐT cá nhân đầu tư một cách điên cuồng vào các công ty có liên quan đến lĩnh vực công nghệ thông tin, thậm chí cho dù các công ty này không có một

mô hình kinh doanh hiệu quả. Những lực lượng và tác động mạnh mẽ của hiện tượng xã hội này dường như đã ép các NĐT nhấn chìm số tiền của họ vào những công ty không an toàn chỉ vì họ đã thấy nhiều người làm giống như thế.

Lý thuyết kỳ vọng (Prospect theory)

Năm 1979, Kahneman và Tversky trình bày một ý tưởng được gọi là lý thuyết kỳ vọng, lý thuyết này cho rằng con người đánh giá được và mất theo cách khác nhau, và sẽ đặt lựa chọn trên “được” hơn là “mất”. Do đó, nếu cho một NĐT hai sự lựa chọn với kết quả như nhau, một được miêu tả bằng thuật ngữ “có thể được” và một bằng thuật ngữ “có thể mất”, người đó sẽ chọn “có thể được”, cho dù biết rõ là hai sự lựa chọn đều đem đến cùng kết quả. Ví dụ, công ty mà NĐT nắm giữ cổ phiếu có kết quả kinh doanh là lỗ 2.000đ/ 1 cổ phần và công ty đứng trước hai lựa chọn: thứ nhất, chia cổ tức là 0% và công ty thu lỗ 2.000đ/ 1 cổ phần, thứ hai công ty chia cổ tức 5.000đ/ 1 cổ phần và thua lỗ 7.000đ/ 1 cổ phần dù hai cách cho kết quả như nhau nhưng NĐT vẫn thích cách thứ hai hơn.

Vấn đề thứ hai được đề cập trong tài chính hành vi để chứng minh cho quan điểm “thị trường không luôn luôn đúng” là những hạn chế của kinh doanh chênh lệch giá [5]: Định giá sai các tài sản tài chính là chuyện bình

thường, nhưng thật không dễ để có thể tạo ra những khoản lợi khác thường từ những sai lệch này. Định giá sai có hai loại: Những loại có chu kỳ và có thể kinh doanh chênh lệch giá được còn những loại khác không có chu kỳ và thay đổi dài hạn. Đối với loại thứ nhất chúng ta có thể dễ dàng kinh doanh chênh lệch và kiếm lợi nhuận. Còn loại thứ hai thì sao? Thứ nhất, những NĐT do không xác định được đáy hay đỉnh của giá tài sản tài chính bị định giá sai nên khi thực hiện kinh doanh chênh lệch giá tình hình có thể sẽ tệ hơn. Do đó họ sẽ gặp rủi ro do phải đợi lâu hơn là họ nghĩ để có thể thu được lợi nhuận như dự kiến. Thứ hai, các mô hình tài chính có thể không chính xác, làm xuất hiện sự chênh lệch rủi ro. Thứ ba, nhiều các hoạt động kinh doanh chênh lệch giá sẽ yêu cầu bán khống, tuy nhiên việc bán khống với cổ phiếu là rất nguy hiểm và hiện nay còn một số qui định hạn chế việc bán khống.

Rõ ràng là lý thuyết tài chính hành vi đã chỉ ra một số điều mà lý thuyết thị trường hiệu quả không thể giải thích được, hơn thế nữa việc đưa tâm lý của con người vào nghiên cứu là xu thế tất yếu của khoa học kinh tế, vì cho dù thế nào đi chăng nữa thì các quyết định tài chính vẫn do con người - các chủ thể có tâm lý chi phối ra quyết định. Tuy nhiên, nhiều nhà nghiên cứu kinh tế trong đó có các nhà theo trường phái tài chính hành vi đã thừa nhận rằng lý

thuyết tài chính hành vi có thể giải quyết các “bất hợp lý” của thị trường trong ngắn hạn, còn trong dài hạn thì lý thuyết thị trường hiệu quả cũng có thể đúng.

Năm 2005, giáo sư Andrew W. Lo của Học viện công nghệ Massachusetts (MIT), người khẳng định thuyết tiến hoá của nhà bác học Anh Charles Darwin có thể giải thích cho hành vi của những NĐT. Ông đã kết hợp tâm lý học tiến hóa và những động lực của tiến hóa vào nền tài chính hiện đại với những giả thuyết thích ứng thị trường (Adaptive Market Hypothesis - AMH). Theo đó, những NĐT qua các thử nghiệm cũng như thất bại sẽ rút ra quy luật để vùng vẫy ngày càng lão luyện qua mỗi bài học như vậy, khi đó họ sẽ đương đầu với những thay đổi trên thị trường đáp trả lại những chiến lược đã lỗi thời. Người sống sót trong những cuộc đấu đó sẽ đổi mới và theo đuổi những phương thức kiếm tiền mới [1].

Vậy khi mà lý thuyết thị trường hiệu quả đã không làm tròn nhiệm vụ thì phương thức kiếm tiền mới ở đây là gì? Trong nghiên cứu của mình, giáo sư Andrew W. Lo đã cố gắng kết hợp hai lý thuyết: lý thuyết thị trường hiệu quả và lý thuyết về tài chính hành vi với ngụ ý rằng “thị trường tài chính hiệu quả với các lựa chọn hành vi của NĐT” bằng cách áp dụng các nguyên tắc của sự tiến hóa - cạnh tranh, thích

ứng, chọn lọc tự nhiên và tương tác tài chính.

Trong nền tài chính hiện đại ngày nay lý thuyết nào được coi là hoàn chỉnh và đúng nhất: Lý thuyết thị trường hiệu quả? Lý thuyết tài chính hành vi? Hay sự kết hợp của hai lý thuyết này - Lý thuyết thích ứng thị trường? Thế giới phức tạp hơn nhiều người nghĩ, và chắc chắn là phức tạp hơn nhiều so với các mô hình hay lý thuyết tài chính mà chúng ta sử dụng trong thực tế nên không thể có một lý thuyết - hay mô hình tài chính nào có thể hoàn hảo và đúng trong mọi trường hợp. Tôi rất đồng ý với những nhận xét của giáo sư Andrew W. Lo rằng qua những thử nghiệm và thất bại con người sẽ tìm ra qui luật mới để tồn tại - các nhà nghiên cứu khoa học kinh tế sẽ tìm ra các lý thuyết, mô hình tài chính phù hợp và thích nghi với thị trường hơn ■

Tài liệu tham khảo:

1. Andrew W. Lo, 2005, “Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis”, Journal of Investment Consulting, Forthcoming.
2. Eugene F. Fama, 1997, “Market Efficiency, Long-term Returns, And Behavioral Finance”, Graduate School of Business, University of Chicago, Chicago, IL 60637, USA.
3. Jay R. Ritter, 2003, “Behavioral Finance”, Pacific-Basin Finance Journal Vol. 11, No. 4, (September 2003) pp. 429-437.
4. James Montier, 2006, “Behaving Badly”, Dresdner Kleinwort Wasserstein - Global Equity Strategy
5. Nicholas Barberis, Richard Thaler, 2002, “A Survey Of Behavioral Finance”, National Bureau Of Economic Research.
6. Ray Ball, 2009, “The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?”, Journal of Applied Corporate Finance.
7. Hồ Quốc Tuấn, 2007, “Tài Chính Hành Vi, Nghiên Cứu Ứng Dụng Tâm Lý Học Vào Tài Chính”, Tạp Chí Phát Triển Kinh Tế Tháng 7 Năm 2007.
8. <http://www.behaviouralfinance.net/>
9. http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/default.asp
10. http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002/index.html