

TÀI CHÍNH HÀNH VI VÀ LÝ THUYẾT KỶ VỌNG

TS. ĐOÀN TRANH
Trường Đại học Duy Tân

1. Điều kiện tồn tại của tài chính hành vi

Tài chính hành vi với nền tảng cơ bản là **thị trường không luôn luôn đúng**, đã là đối trọng lớn đối với lý thuyết thị trường hiệu quả. 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 tài sản tài chính không phản ánh chính xác giá trị của doanh nghiệp (dựa trên phân tích cơ bản), thì sẽ tồn tại cơ hội kinh doanh chênh lệch giá, và những **nhà đầu tư thông minh** suy nghĩ đây là **cơ hội hợp lý** để mua tài sản bị định giá thấp, và bán lại với giá cao hơn. Quá trình này diễn ra liên tục sẽ góp phần điều chỉnh thị trường về **trạng thái cân bằng**.

Tài chính hành vi chỉ ra rằng, cơ chế điều chỉnh đó không phải lúc nào cũng có thể xảy ra, nghĩa là có những tình huống, những nhà đầu tư cho là **hợp lý** thì có những nhà đầu tư khác cho là **bất hợp lý**. Và hành động bất hợp lý đó diễn ra liên tục và trở thành xu thế trên thị trường, thì sẽ tạo nên những **bong bóng về giá cả**, và tất yếu sẽ có sự sụp đổ trên thị trường.

Nói chung, các nghiên cứu về tài chính hành vi đều xuất phát từ ba điều kiện tồn tại trên thị trường tài chính. Đó là:

- Tồn tại những tư duy **bất hợp lý**;
- Hành vi bất hợp lý có tính **hệ thống**;
- Khả năng **kinh doanh chênh lệch giá** trên thị trường bị hạn chế hoặc không có khả năng đảo ngược tình thế.

Nếu cả ba điều kiện này tồn tại, tài chính hành vi dự báo rằng việc định giá không đúng luôn tồn tại, và tác động của nó là đáng kể, đến mức nghiêm trọng và kéo dài. Và thị trường hiệu quả chỉ được thiết lập lại khi tư duy **bất hợp lý** bị sụp đổ.

Khi lý thuyết thị trường hiệu quả không có tác dụng, thì thuyết tài chính hành vi là một bổ sung giá trị. Thuyết tài chính hành vi nhìn chung không phải là một trường phái tài chính chính thống và thường bị các nhà nghiên cứu thuộc trường phái thị trường hiệu quả, dẫn đầu là Eugene Fama, nhà kinh tế học người Mỹ nổi tiếng với các nghiên cứu về lý thuyết về danh mục đầu tư và định giá tài sản, đả kích. Thuyết

này vẫn đang còn ở dạng sơ khai, còn tồn tại nhiều vấn đề gây tranh cãi, chưa có những cơ sở và nguyên lý vững chắc như lý thuyết chính thống hiện đại như mối quan hệ giữa 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 các tài sản tài chính bao gồm cổ phiếu, trái phiếu, sản phẩm phái sinh, hàng hóa... cho đến ứng dụng trong lý thuyết quản trị công ty hay cấu trúc vốn trong tài chính doanh nghiệp, lần giải thích tính tương tác giữa các thị trường khác nhau.

Tài chính hành vi xuất phát từ tâm lý học và khả năng nhận thức của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Nên khi nói đến tài chính hành vi thì những lý thuyết và nguyên lý sau luôn được dùng để giải thích cho các hành vi của nhà đầu tư trên thị trường.

2. Lý thuyết kỳ vọng

Lý thuyết kỳ vọng được phát triển vào cuối những năm 1970, là tập hợp các ý tưởng nhằm làm phong phú thêm quá trình ra quyết định trong kinh tế học truyền thống. Nền tảng của lý thuyết kỳ vọng là nhà đầu tư có khuynh hướng xem trọng những mất mát kỳ vọng lớn hơn những thu nhập kỳ vọng. Gắn liền với lý thuyết kỳ vọng là các hiện tượng không thích rủi ro hay chấp nhận rủi ro trên thị trường, hoặc tư duy dựa vào tình huống hoặc tư duy bất hợp lý, sợ thua lỗ, tự lừa dối bản thân.

2.1. Tính không thích rủi ro và chấp nhận rủi ro

Tính không cân xứng trong tâm lý giữa cái được và cái mất gắn liền với hai khái niệm là tính **không thích rủi ro** và sự **chấp nhận rủi ro**. Khi lựa chọn nhà đầu tư chọn cái được trước gọi là tính **không thích rủi ro**. Ví dụ, khi khoản đầu tư có khuynh hướng mang lại lợi nhuận, họ thích nắm chắc ngay khoản lợi nhuận hiện tại hơn là cố gắng tiếp tục đầu tư để thu được nhiều lợi nhuận hơn trong tương lai.

Nhưng khi đối diện với sự mất mát thì nhà đầu tư có xu hướng **chấp nhận rủi ro**. Ví dụ, khi khoản đầu tư có nguy cơ thua lỗ thì họ lại cố gắng duy trì với hy vọng sẽ nhận được khoản lợi trong tương lai, mặc dù lúc này rủi ro thua lỗ nhiều hơn là rất lớn bởi họ cho rằng, cổ phiếu đang sụt giá sẽ tốt hơn cổ phiếu đang lời của họ trong tương lai.

Những bằng chứng thực nghiệm chỉ ra rằng thua lỗ thì được cân nặng gấp nhiều lần so với lợi nhuận. Điều này có thể diễn tả như là khái niệm mà mọi người có xu

hướng đánh cược trong việc mất mát, chẳng hạn, nhà đầu tư có xu hướng giữ ở vị thế lỗ với hy vọng rằng giá cuối cùng sẽ phục hồi.

Sự chấp nhận rủi ro có thể giải thích rằng xu hướng của nhà đầu tư giữ chứng khoán bị lỗ quá lâu, trong khi bán chứng khoán lời quá sớm lại thể hiện tính không thích rủi ro.

2.2. Tư duy dựa vào tình huống, bảo thủ

Nhà đầu tư có 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 năm 1982 đến 2000, hay Trung Quốc trong 10 năm trở lại đây thì nhiều nhà đầu tư cho rằng lợi nhuận cao từ cổ phiếu là việc “bình thường”. Nhưng khi thị trường đi xuống trong ngắn hạn thì mức sinh lời cao là “không bình thường”.

Tính bảo thủ thể hiện khi điều kiện kinh tế vĩ mô hay vi mô thay đổi người ta có xu hướng chậm phản ứng với những thay đổi đó, và gắn nhận định của mình với tình hình chung trong một giai đoạn dài hạn 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. Tuy nhiên, khi tình hình vẫn chưa cho thấy sự cải thiện sau một khoảng thời gian thì mọi người đổ xô đi bán cổ phiếu. Kết quả, lại dẫn đến phản ứng thái quá.

2.3. Tư duy bất hợp lý và tâm lý sợ thua lỗ

Nhà đầu tư có xu hướng tách riêng các quyết định mà đúng ra phải được kết hợp lại với nhau khi giải quyết các tình huống khó khăn. Và vì thế, họ đưa ra các quyết định nhìn tương là hợp lý, mà thật ra là bất hợp lý.

Tư duy bất hợp lý có thể giải thích nhiều hiện tượng như lựa chọn **ngịch với sở thích**, **sợ thua lỗ**, và **hiệu ứng tự lừa dối** khá phổ biến, thể hiện cơ bản ở chỗ người ta sẵn sàng thực hiện ngay những lệnh mang lại lời nhỏ, nhưng trì hoãn không thực hiện lệnh dừng lỗ khi xuất hiện những khoản lỗ nhỏ.

Nhà đầu tư luôn cố gắng tối đa hoá tài khoản lời, và tối thiểu hoá tài khoản lỗ, nên giá lên một chút thì bán, giá xuống thì cứ giữ. Cách hành xử như vậy được xem là tư duy bất hợp lý và có thể được lý giải bằng hiệu ứng tự lừa dối hay sợ rằng nếu bán mà bị lỗ thì sẽ cảm thấy bản thân ra quyết định đầu tư kém, hay **hiệu ứng tiếc nuối** tức là lỡ bán rồi mà giá lên thì sao.