

1. Tổng quan về lý thuyết tài chính hành vi

Việc tìm hiểu về tâm lý học nói chung được Gustave le Bon đưa ra vào năm 1896 trong cuốn "The Crowd: A Study of the Popular Mind", từ ý tưởng của nó mà năm 1912, Selden hoàn thành cuốn "Tâm lý học trên thị trường chứng khoán". Năm 1944, John von Neumann và Oskar Morgenstern xuất bản tác phẩm "Lý thuyết trò chơi và hành vi kinh tế" kế thừa những bài báo của mình từ năm 1928, trong đó, hành vi kinh tế của các tác nhân kinh tế dựa vào hàm lợi ích kỳ vọng có tính lồi (sợ rủi ro) và mục tiêu của họ là tối đa hóa lợi ích cuối cùng của mình. Năm 1956, nhà tâm lý học người Mỹ Leon Festinger đưa ra lý thuyết "mâu thuẫn về nhận thức" (cognitive dissonance) tức là thay đổi niềm tin từ sự đau khổ và khó chịu của con người. Năm 1964, John W. Pratt đề xuất ý tưởng về hàm lợi ích, tâm lý ngại rủi ro. Vào năm 1973 - 1974, hai nhà tâm lý - kinh tế học Amos Tversky và Daniel Kahnemann công bố các công trình về tài chính hành vi (Behavioral Finance), đặt nền tảng cho lý thuyết

TÀI CHÍNH HÀNH VI VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

PGS., TS. Lê Hoàng Nga *
Hoàng Phương Mai **

này. Năm 1992, hai ông đưa ra phiên bản mới thay thế trong lý thuyết triển vọng của mình. Từ những năm 1990, lý thuyết này dần được phát triển và được góp sức lớn của Richard Thaler.

Hành vi, theo UNESCO, là cách thức các cá nhân hành xử đối với con người, xã hội hoặc các đối tượng khách quan. Hành vi của con người được chia thành 3 nhóm là hành vi bản năng (bẩm sinh), hành vi kỹ xảo (từ hành vi bản năng và do tập luyện mà có), hành vi trí tuệ (do tập luyện về tư tưởng và vật chất). Hành vi có thể là ổn định, có thể bị thiên lệch (lệch lạc) tạo ra các kết quả bất thường trái với dự báo trước đó.

Tài chính hành vi có thể coi là môn khoa học nghiên cứu ảnh hưởng của tâm lý đến thị trường tài chính và hệ thống tài chính. Tài chính hành vi sử dụng các yếu tố xã hội, nhận thức và cảm xúc để hiểu, đánh giá các quyết định kinh tế của các chủ thể kinh tế, gồm người tiêu dùng, người đi vay, nhà đầu tư và

tác động của họ lên giá thị trường, lợi nhuận và phân bổ nguồn lực xã hội. Lý thuyết tài chính hành vi nhận định rằng, các cá nhân chịu ảnh hưởng của kinh nghiệm cá nhân, các giá trị và đặc tính cá nhân, niềm tin cá nhân, các vấn đề về nhận thức, các yếu tố cảm xúc, kỹ năng, thói quen, thông tin sẵn có trong các lĩnh vực khác nhau khi đưa ra quyết định đầu tư và đánh giá rủi ro.

Lý thuyết tài chính hành vi gồm nhiều lý thuyết và các thuật toán tương ứng như lý thuyết triển vọng, lý thuyết hối tiếc... Giả định của lý thuyết này là coi hành vi không lý trí, hoặc hành vi bất hợp lý (lệch lạc) mang tính hệ thống là tồn tại trên thị trường tài chính. Những biểu hiện tâm lý này chỉ trở thành hiện tượng khi nó mang tính hệ thống, tạo ra những hoảng loạn không kiểm soát được. Ngoài ra, lý thuyết này cho rằng, có giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá chứ không hoàn toàn là tồn tại cơ hội để kinh doanh chênh

* Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
** Ngân hàng Nhà nước Việt Nam



Trên thị trường chứng khoán, hành vi của nhà đầu tư được nghiên cứu kỹ về các lệch lạc tâm lý ảnh hưởng đến quyết định đầu tư

lệch giá thu lợi nhuận. Đây chính là những hiện tượng mà lý thuyết tài chính hiệu quả không lý giải được và là điểm trống của lý thuyết này.

Sự lệch lạc về tâm lý tạo ra những hiện tượng bất thường trên thị trường, bao gồm lệch lạc trong nhận thức (cognitive biases) và lệch lạc trong cảm xúc (emotional biases):

Thứ nhất, biểu hiện sự lệch lạc trong nhận thức (tinh thần):

- Bảo vệ niềm tin:
- + Bám chắc ý tưởng: Sự bất đồng nhận thức này xảy ra

khi nhà đầu tư đối diện với những tình huống xung đột với kiến thức, niềm tin, định kiến sẵn có, sự ưa thích, kỳ vọng, nhu cầu, sở thích, thói quen... Họ thường loại bỏ yếu tố mới hoặc chỉ chấp nhận thông tin quen thuộc, hoặc biến đổi thông tin về dạng quen thuộc, vì thế mà phải chấp nhận sự thua lỗ.

+ Bảo thủ: Do con người không chấp thuận hoặc không thực hiện sự thay đổi trong quyết định, ý kiến, hành vi hoặc thói quen của mình, mà thường tìm cách gắn mình

vào các tập quán, niềm tin, cam kết trong quá khứ, bất kể là tốt hay xấu.

- Lệch lạc trong xử lý thông tin:

+ Sử dụng các điểm neo hay tham khảo - anchoring, đây là sự lệch lạc khi đánh giá định lượng mà con người vẫn sử dụng các "con số" đã biết và khi có thông tin mới họ sẽ điều chỉnh điểm tham chiếu cũ này một cách bị động phù hợp với thông tin mới yêu cầu. Điều này, thường thể hiện trong lĩnh vực chứng khoán hay đấu giá hàng hóa

(nghệ thuật, vàng...).

+ Tính toán trí óc - mental accounting, là tập hợp các quá trình nhận thức của cá nhân và hộ gia đình trong việc tổ chức, đánh giá và theo dõi các hoạt động tài chính, gồm ba phần chính là đánh giá và trải qua các kết quả, xác định các tài khoản cho các hành động, tần suất đánh giá các tài khoản và quá trình hình thành rõ lựa chọn (R.H.Thaler, 2003). Tính toán trí óc gồm nhiều quy tắc, thói quen trong nhiều năm của các cá nhân và nhà đầu tư, thể hiện qua quá trình hạch toán kinh tế và tài chính. Lý thuyết tính toán trí óc thể hiện qua các hàm giá trị cụ thể.

+ Giản lược hóa theo kinh nghiệm: Xảy ra khi nhà đầu tư sử dụng kinh nghiệm để giải quyết thông tin. Có nhiều biểu hiện ở xu hướng này: (1) Tính đại diện: Do con người sử dụng kinh nghiệm từ một hình mẫu tương tự để đánh giá và phản ứng với sự kiện tương tự. (2) Lệch lạc do bó khung khi con người sẵn có một khuôn mẫu về xử lý thông tin, họ sẽ xử lý sự kiện theo khuôn mẫu này, làm cho hành vi của họ không phù hợp với thực tế. (3) Lệch lạc do phân loại: Con người phân loại các hiện tượng vào các

nhóm lớn và ứng xử với mỗi nhóm theo các kinh nghiệm đã có, điều này làm cho hành vi của họ sẽ lệch lạc khi có nhân tố mới không thể xếp vào một nhóm nào để đánh giá. (4) Lệch lạc do điểm tựa tư duy: Xảy ra khi con người chỉ neo vào một điểm tham chiếu đơn giản liên quan tới dữ liệu, tình huống, kinh nghiệm, quyết định... trong quá khứ, làm cho họ không xử lý được với thông tin mới. (5) Sự sẵn có của thông tin: Đây là xu hướng sai lầm trong nhận thức khi con người chỉ tìm kiếm và xác nhận thông tin phù hợp với niềm tin sẵn có, gây ra hành vi gây thua lỗ. (6) Lệch lạc do cạnh tranh luồng thông tin: Sự tiếp xúc với các luồng thông tin khác nhau sẽ làm cho con người lưu trữ và hấp thụ thông tin khác nhau.

+ Suy nghiệm.

+ Nhận định...

Thứ hai, biểu hiện sự lệch lạc trong cảm xúc:

- Tâm lý ngại mất mát và lý thuyết triển vọng: Do con người có sự đối xử bất cân xứng giữa triển vọng lãi/lỗ, điều này được lý thuyết triển vọng phân tích rất kỹ.

- Tự tin quá mức, làm cho nhà đầu tư có niềm tin không có cơ sở là họ có khả năng phân tích, suy đoán chính

xác từ các thông tin và kinh nghiệm của mình. Điều này, có thể là bẩm sinh của con người trong việc tìm ra trình tự của thế giới xung quanh khi cho rằng, mọi cái đều có thể dự đoán được, hoặc là mình có thể dự báo được.

- Lạc quan quá mức, ảo tưởng kiểm soát và ảo tưởng kiến thức: Xảy ra với nhà đầu tư chỉ nghĩ về điều tích cực trong tương lai, đánh giá quá cao về mình và thông tin mà mình có.

- Bi quan, khi con người không hạnh phúc tạm thời, họ có thể hành xử khác với bản chất của mình hoặc khác với hành xử hợp lý.

- Không thích sự mơ hồ (không chắc chắn) - ambiguity aversion, xảy ra khi con người không có được thông tin chính xác và có được dự báo an toàn.

- Hối tiếc - regret, đây là cảm xúc tiêu cực khi con người gặp các yếu tố gây thiệt hại sau khi đưa ra quyết định. Các nội dung về hối tiếc và hoan hỉ được kết hợp với hàm lợi ích sửa đổi.

- Sử dụng kinh nghiệm thực tế của chuyên gia để quyết định - Representative heuristics, đây là thuật ngữ tâm lý trong đó mọi người đánh giá khả năng xảy ra một giả thiết nào đó bằng cách



xem xét giả thiết này giống với số liệu hiện có bao nhiêu. Tâm lý này dẫn tới thiên hướng về niềm tin là nguyên nhân và ảnh hưởng sẽ giống cái khác (ví dụ niềm tin về các sự kiện liên quan về cảm xúc phải có nguyên nhân từ cảm xúc...).

- Lệch lạc mang tính xã hội:

+ Bất chước: Khi con người lặp lại hành vi, thái độ, niềm tin của người khác, có thể làm cho họ phản ứng sai trước thông tin.

+ Sự lây lan của thông tin: Làm cho con người dễ mất đi sự hợp lý và hành động cực đoan hơn so với những gì họ có thể làm.

+ Hành vi bầy đàn - herd behavior, xảy ra với những người có cùng suy nghĩ, phản ứng với thông tin như nhau. Ảnh hưởng của xã hội có tác động rất lớn tới các phán đoán cá nhân, làm cho họ xử sự vô thức ngược với những lợi ích, mục tiêu và giá trị cá nhân...

- Lệch lạc điều khiển được, thực ra là do thiếu tự kiểm soát và thiếu nguyên tắc làm cho hành vi của con người tuân theo cảm xúc.

Tuy nhiên, phần lớn các hiện tượng mà lý thuyết tài chính hành vi đưa ra có tính rời rạc, chưa gắn kết với nhau qua một mô hình xương sống

chủ đạo. Vì vậy, lý thuyết này chỉ được coi là bộ phận bổ sung cho các lý thuyết chính thống hiện đại, mặc dù nó có tính thực tiễn rất cao.

Bên cạnh đó, tài chính học hành vi cũng được các nhà hoạch định chính sách quan tâm ở khía cạnh tầm nhìn và yếu tố cảm xúc khi vạch chiến lược quản lý đất nước. Khi đưa ra chiến lược phát triển, Thủ tướng Lý Quang Diệu đã dựa vào ba quan điểm là trọng dụng người tài, thực dụng - thực tế và trung thực, đồng thời nhất quán trong lãnh đạo đất nước.

2. Tài chính hành vi và hệ thống tài chính Việt Nam

Hệ thống tài chính bao gồm các định chế tài chính và thị trường tài chính. Cho dù thế nào đi chăng nữa, thị trường cũng là nơi con người thực hiện các giao dịch nhằm thực hiện mục tiêu của mình và do đó, yếu tố tâm lý tác động nhiều đến hành vi của họ. Các nghiên cứu trên thế giới về tài chính hành vi trên thị trường chứng khoán, ngân hàng... đã có rất nhiều. Trên thị trường chứng khoán, hành vi của nhà đầu tư được nghiên cứu kỹ về các lệch lạc tâm lý ảnh hưởng đến quyết định đầu tư. Điều này, tỏ ra là tương đối phù hợp để góp

phần lý giải hiện tượng đầu tư ngắn hạn ở Việt Nam trong giai đoạn 2008 cho đến nay, khi mà lý thuyết thị trường hiệu quả chưa giải thích được. Trong lĩnh vực ngân hàng, lý thuyết này cũng được áp dụng để góp phần làm rõ hành vi của người gửi tiền vào ngân hàng. Các nhà nghiên cứu (Adolfo Baras và Roberto Steiner - 2000; Ikuko Fueda và Masaru Konishi - 2007...) đã chứng minh rằng, có sự tỷ lệ nghịch giữa hành vi người gửi tiền với mức độ rủi ro của ngân hàng thông qua thông tin không cân xứng, đặc điểm của người gửi tiền... và người gửi tiền thường chọn ngân hàng có yếu tố cơ bản tốt hơn. Trong lĩnh vực bất động sản, lý thuyết hành vi cũng tỏ ra thích hợp khi mà làn sóng ô ạt đầu tư vào bất động sản để kiếm lời (tâm lý phấn khích) và lo lắng, sợ hãi, hoang mang, co cụm khi thị trường xuống giá. Thị trường vàng, nơi chứa đựng yếu tố đầu cơ rất cao của các nhà đầu tư và đầu cơ cũng không ngoài vùng phủ sóng của lý thuyết hành vi.

Như vậy, yếu tố tâm lý chi phối hành vi của các cá nhân rất nhiều. Vậy, điều gì là cần thiết cho chúng ta khi đưa ra quyết định đầu tư trên thị trường tài chính?

Thứ nhất, con người - nhà đầu tư, người gửi tiền - cần hiểu chính mình. Có vẻ như điều này là khẩu hiệu và hình thức, song thực ra là rất quan trọng để tránh các lệch lạc không ổn định do tâm lý gây ra. Biết chính mình chính là khai sáng cho mình để tăng cường sở trường, sở đoản, giảm bớt các hạn chế yếu kém trong các quyết định. Trong cuộc sống hiện nay, dường như nhiều người lãng quên điều này để theo đuổi các mục tiêu định lượng. Việc lắng đọng lại để tìm hiểu mình cần cái gì, thiếu cái gì để tự hoàn chỉnh chính là một chìa khóa để vững tin và bình tâm trong kinh doanh; qua đó, giảm bớt các sai lệch do tâm lý. Ví dụ biết mình về cơ bản là người có tố chất thích an toàn hay mạo hiểm, thích cân bằng hay thay đổi, thích “dựa vào đám đông” hay quyết đoán, thiếu tự tin hay rất độc đoán... qua đó mà lựa chọn cách ứng xử phù hợp.

Thứ hai, kiến thức - kỹ năng - nhận thức: Từ ba loại hành vi cơ bản, loại trừ hành vi bản năng thì hai loại hành vi kỹ xảo và hành vi trí tuệ cần phải được quan tâm. Theo CISI (Viện tư vấn đầu tư chứng khoán Anh), đây là những yếu tố cơ bản để đạt độ chuyên nghiệp nhất định.

Đối với nhà đầu tư, họ có thể nhận được sự chuyên nghiệp này thông qua thực tế đầu tư để có kỹ năng và nhận thức, còn kiến thức là quá trình tự học hỏi và thâm耑 lâu dài. Các hoạt động về nâng cao nhận thức hành vi, tâm lý, kỹ năng cho các cá nhân vì vậy, cần được giáo dục, tuyên truyền ngay từ cấp tiểu học để góp phần nâng cao kỹ năng sống và đầu tư cho học sinh. Hiện nay, một số trường đại học tại Việt Nam (ví dụ Đại học Quốc gia Hà Nội...) đã đưa môn học Tài chính hành vi vào đào tạo ở cấp độ cao học nâng cao. Các chương trình trên truyền hình nên truyền tải các bài học về giải quyết tình huống trong cuộc sống, cứ như vậy, mưa dầm thấm lâu để giúp điều chỉnh hành vi của tập thể và cá nhân.

Thứ ba, sự hướng dẫn của nhà tư vấn (tâm lý, chuyên môn, nhà quản lý) cần được chú trọng. Khi chất lượng không phân biệt rõ ràng mà mọi người không được hướng dẫn thì cái xấu sẽ phát sinh. Theo mô hình Maslow có 5 mức độ của xúc cảm là nhu cầu vật chất, an sinh, thấu cảm, vinh dự và sứ mệnh cao cả. Vì vậy, ngoài vấn đề chuyên môn thì vai trò của các nhà tư vấn là góp phần tạo ra mức độ cao hơn về

xúc cảm cho các cá nhân, qua đó, đạt độ hài lòng với chính mình và giảm bớt các ức chế cá nhân. Đối với các nhà tư vấn chuyên môn (tâm lý, nghiệp vụ chuyên môn), phải tuân thủ quy tắc “Hiểu biết khách hàng” một cách rất ráo. Đối với nhà quản lý, phải công khai và minh bạch thị trường, qua đó, giảm hiện tượng thông tin không cân xứng để bảo vệ nhà đầu tư - khách hàng. Mặt khác, văn hóa có tác động tới tăng trưởng kinh tế. Do đó, tư duy phản biện, có khả năng chấp nhận thay đổi trong môi trường thường xuyên biến động cũng là một điều kiện để có thể thích nghi với mọi hoàn cảnh.

Tất cả những điều này, không phải là mới, nhưng cũng không phải là thừa và cũng không dễ làm, nhất là ở những nước có nền kinh tế thị trường chưa hoàn hảo. Những điều này, một phần phản ánh mức độ dân trí và rất cần thiết cho quá trình hội nhập quốc tế ngày càng sâu rộng. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Nguyễn Đức Hiến, “Nghiên cứu về tài chính hành vi trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Đề tài cấp Bộ năm 2011.

- “Sự liên chính trên thị trường chứng khoán”, CISI - Viện tư vấn đầu tư chứng khoán An., 2015.