

Đặt vấn đề

Trên thị trường, tâm lý các nhà đầu tư luôn chi phối rất lớn đến mức độ ổn định của thị trường, đặc biệt là đối với thị trường tài chính, sự tác động của yếu tố tâm lý luôn diễn biến rất phức tạp, khiến thị trường tài chính luôn tiềm ẩn yếu tố bất ổn định rất cao, là nhân tố chủ chốt gây ra các cuộc hoảng loạn thị trường, khiến cho việc triển khai các chính sách kinh tế vĩ mô luôn gặp rất nhiều khó khăn, thậm chí kết quả đi ngược so với mục tiêu kỳ vọng.

Đối với Việt Nam, sự tác động của yếu tố tâm lý trên thị trường những năm qua là rất phức tạp, gây ra những hệ quả xấu, đe dọa mất ổn định kinh tế vĩ mô, an ninh tài chính không được bảo đảm. Thực tế này đặt ra yêu cầu cần phải có các nghiên cứu nghiêm túc về sự ảnh hưởng của tâm lý các nhà đầu tư trên thị trường tài chính, tiền tệ ở Việt Nam.

Bài viết này tập trung đề cập đến những đặc điểm tâm lý nhà đầu tư và sự tác động của nó tới sự ổn định của thị trường tài chính Việt Nam những năm qua, từ đó, tác giả đưa ra một số khuyến nghị chính sách nhằm ổn định tâm lý các nhà đầu tư những năm tới.

1. Đặc điểm tâm lý nhà đầu tư trên thị trường tài chính Việt Nam

Có thể hiểu nhà đầu tư (NĐT) là người thực hiện các hoạt động đầu tư trên những phân khúc thị trường khác nhau, dưới các hình thức khác nhau nhằm thu được các lợi ích theo kỳ vọng. NĐT bao hàm cả NĐT tổ chức và NĐT cá nhân. Trong mỗi nền kinh tế, NĐT có vai trò rất quan trọng, bởi họ là người khai phá các cơ hội đầu tư trong nền kinh tế, giúp bổ sung nguồn lực cho đầu tư

TÂM LÝ NHÀ ĐẦU TƯ TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

PGS., TS. Nguyễn Trọng Tài *

phát triển, từ đó giúp thúc đẩy nền kinh tế - xã hội phát triển.

Tâm lý NĐT trên thị trường tài chính là sự phản ánh thái độ của NĐT trước các diễn biến của thị trường tài chính. Bất cứ diễn biến nào của thị trường tài chính đều tác động tức thời đến diễn biến tâm lý của NĐT.

Trên thị trường tài chính Việt Nam, NĐT có các đặc điểm tâm lý sau:

Thứ nhất, tâm lý tự tin thái quá¹

Đặc điểm tâm lý chung của người Việt Nam là năng động và linh hoạt, với tâm lý này giúp cho người Việt Nam dễ thích ứng với mọi hoàn cảnh. Có lẽ tâm lý này xuất phát từ hoàn cảnh sống của người Việt từ xưa cho đến nay luôn phải đối mặt với điều kiện thiên tai khắc nghiệt, lại phải thường xuyên chống lại các thế lực ngoại bang xâm lược và chính vì có tính năng động linh hoạt này, nên cho dù trong bất cứ điều kiện và hoàn cảnh nào thì người Việt luôn dễ dàng thích ứng chứ không chịu khuất phục, không bị đánh mất bản sắc dân tộc. Trên thị trường tài chính, tính năng động và linh hoạt sẽ giúp các NĐT luôn tự tin và ứng phó rất nhanh với các diễn biến của thị trường, tuy vậy, do sự hạn chế nhất định về nhận thức thị trường (cả về các giao dịch trên thị trường lẫn thông tin thị trường), nên sự linh hoạt và năng động này rất dễ nghiêng sang thái cực dễ bị dao động. Với thiên hướng dễ bị dao động trước các diễn biến bất thường của thị trường, sẽ khiến cho

thị trường tài chính càng bị rung lắc mạnh hơn, khi đó các chính sách tài chính tiền tệ sẽ bị suy giảm hiệu lực.

Tâm lý tự tin thái quá của NĐT dẫn đến loại tâm lý lạc quan hoặc bi quan thái quá

Lạc quan là một trạng thái tâm lý tích cực, nó giúp cho con người vượt qua những hoàn cảnh sóng gió bất lợi, từ đó giúp con người vượt qua mọi khó khăn thách thức. Chính nhờ người Việt Nam có tâm lý lạc quan, luôn tin vào sức mạnh nội tại, nên chúng ta đã chiến thắng tất cả các kẻ thù xâm lược, cho dù đó là những cường quốc ngoại bang. Tuy vậy, nếu lạc quan thái quá thì không hẳn là một ưu thế, bởi rất có thể con người không nhận thức hết được những rào cản, hay nói cách khác, tâm lý này rất dễ khiến con người có thái độ "bất chấp". Với thái độ bất chấp, khi vấp phải những rào cản không thể vượt qua được, có thể khiến người ta có tâm lý bi quan, chán nản và lại dễ sa lầy vào tâm lý bi quan. Trên thị trường tài chính, tâm lý lạc quan sẽ giúp cho các NĐT khi kinh doanh bị thua lỗ cũng không bị mất tinh thần. Tuy vậy, nếu NĐT có tâm lý lạc quan thái quá thì rất dễ bị cuốn vào các hoạt động kinh doanh cho dù đang bị thua lỗ và không biết đến điểm dừng và một khi NĐT bị thua lỗ quá lớn thì rất dễ bị chuyển sang thái cực khác đó là bi quan quá mức. Sự bi quan quá mức của các NĐT sẽ khiến thị trường tài chính bị đóng băng kéo dài, khi đó các chính sách tài chính tiền tệ sẽ bị suy giảm hiệu lực.

* Học viện Ngân hàng

Thứ hai, tâm lý hối tiếc²

Đặc điểm tâm lý người Việt là sống thiên về tình cảm (duy tình hơn duy lý), điều này có nguồn gốc từ văn hóa phương Đông cũng như chính từ những khó khăn do thiên tai, dịch họa mà con người luôn phải đối mặt và để có thể “sống chung” với những hoàn cảnh khắc nghiệt này thì bắt buộc con người phải đoàn kết với nhau, sự tính toán “thiệt hơn” thường ít khi được đặt ra trong các quan hệ cộng đồng. Xét trên khía cạnh này thì đây là một ưu điểm, nó cho phép gắn kết các cộng đồng với nhau và con người ít tính toán cá nhân. Trong hoạt động kinh tế nói chung, nhất là trên thị trường tài chính, đặc điểm tâm lý này chi phối rất mạnh tới các quyết định của NĐT, khi ấy, NĐT thiên về yếu tố cảm tính cá nhân để đưa ra các quyết định đầu tư của mình (thay vì ra quyết định đầu tư theo sự mách bảo của lý trí). Hơn nữa, triết lý sống “duy tình” dễ dẫn đến sự nể nang nhau trong các quan hệ tài chính, coi nhẹ các ràng buộc trách nhiệm. Sự lỏng lẻo trong hoạt động tài chính dễ dẫn đến những rủi ro đổ vỡ tài chính, bởi vì triết lý “duy tình hơn duy lý” sẽ khiến cho người ta có tâm lý “cả tin” để bị dụ dỗ vào các cạm bẫy tài chính.

Thứ ba, tâm lý bầy đàn³

Các cuộc chạy đua nâng lãi suất (LS) huy động của các NHTM xuất phát từ ứng xử của người gửi tiền, những dòng người lũ lượt chờ chực tại các tiệm kim hoàn để mua vàng, các làn sóng mua bán chứng khoán, các hoạt động đầu cơ ngoại tệ... những năm qua cho thấy rằng “hành xử theo đám đông” là một đặc điểm tâm lý của người Việt Nam trên thị trường tài chính. Tâm lý này xuất phát từ nhiều nguyên nhân: Kinh nghiệm ít và tính chuyên

ngiệp chưa cao khi tham gia trên thị trường tài chính, thông tin trên thị trường tài chính thiếu minh bạch, giao dịch nội gián chưa được kiểm soát tốt... khiến các NĐT thường hành xử theo đám đông. Tâm lý này đã và đang tiếp tục gây ra các vụ hoảng loạn trên thị trường tài chính. Từ đó đặt ra yêu cầu với các nhà chức trách là phải biết nắm bắt được xu hướng vận hành đám đông trên cơ sở phải “nắm được người có tóc” thì các chính sách tài chính mới có hiệu lực⁴.

Thứ tư, tâm lý bảo toàn - không muốn mất mát⁵

Trên thị trường tài chính Việt Nam, NĐT thường là những người có tiền tiết kiệm và việc phân bổ các khoản tiền tiết kiệm này như thế nào hoàn toàn phụ thuộc vào trạng thái tâm lý của họ. Khi NĐT có tâm lý bi quan cũng có nghĩa rằng họ ít tin vào các chính sách tài chính, hay nói cách khác tâm lý bi quan chính là sự phản ứng của NĐT với môi trường chính sách và nó cũng đồng thời hình thành nên loại tâm lý “tự bảo vệ bản thân” - là một vấn đề tất yếu với các NĐT trên những thị trường tài chính thiếu minh bạch⁶. Nếu như tâm lý này diễn biến phức tạp có thể hình thành loại tâm lý mới khác - tâm lý đối chọi chính sách: với tâm lý này, các NĐT luôn cho rằng việc ban hành ra các chính sách tài chính chẳng qua chỉ để cấm đoán, o ép, bắt các NĐT vào các khuôn khổ không có lợi... và vì vậy các NĐT luôn tìm cách để đối chọi với chính sách, “lách” chính sách miễn sao có lợi cho cá nhân NĐT. Ứng phó với loại tâm lý này, các nhà làm chính sách trên thị trường tài chính không chỉ phải quan tâm đến việc ban hành các chính sách sao cho “đẹp” về nội dung, mà rất cần phải quan tâm đến việc làm thế nào để “bit” các kẽ hở trong các văn bản chính

sách mà NĐT có thể lợi dụng để trục lợi cá nhân, gây phương hại đến lợi ích chung - làm hiệu lực của chính sách tài chính bị suy giảm.

Thứ năm, tâm lý dựa vào kinh nghiệm⁷

Khi đề cập đến tố chất của người Việt Nam hiện có khá nhiều quan điểm khác nhau: Có ý kiến cho rằng người Việt Nam có tố chất thông minh - được thể hiện qua các kỳ thi học sinh giỏi quốc tế ở hầu hết các môn học bậc trung học phổ thông hoặc thi năng khiếu nghệ. Tuy vậy, cũng không ít ý kiến cho rằng người Việt Nam không thông minh, mà chỉ là “lanh lợi” - thể hiện ở chỗ người Việt Nam chỉ giỏi “bắt chước, làm theo” chứ ít có khả năng sáng tạo như người Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc... Đây chính là loại tâm lý “thích đi theo lối mòn” của người Việt Nam. Trên thị trường tài chính, tâm lý này khiến cho việc triển khai các công cụ tài chính mới rất khó khăn.

2. Các nhân tố chi phối tâm lý NĐT

Thứ nhất, năng lực của NĐT hạn chế

Năng lực của NĐT có thể được nhìn nhận trên các góc độ: (i) Trình độ chuyên môn; (ii) Kinh nghiệm đầu tư. Các kết quả khảo sát nghiên cứu về năng lực của các NĐT trên thị trường chứng khoán Việt Nam của Nguyễn Đức Hiền (2012) cho thấy:

Về trình độ học vấn: Có tới 76% NĐT chứng khoán có trình độ cao đẳng, đại học, hơn nữa, các NĐT chủ yếu làm trong ngành tài chính - ngân hàng (NH).

Về kinh nghiệm đầu tư: Nghiên cứu trên cho thấy rằng, có tới 66% NĐT trên thị trường chứng khoán Việt Nam có rất ít kinh nghiệm (chỉ từ 1-5 năm kinh nghiệm), còn các

NĐT có trên 5 năm kinh nghiệm chỉ khoảng 23%.

Như vậy, có thể thấy rằng, mặc dù các NĐT trên thị trường tài chính có trình độ học vấn cao, nên về nguyên lý thì xu hướng họ sẽ tham gia nhiều hơn vào các hoạt động đầu tư trên thị trường tài chính. Tuy vậy, do ít kinh nghiệm đầu tư trên thị trường tài chính, nên cũng là rào cản đối với các NĐT tham gia vào các hoạt động đầu tư tài chính, cũng có nghĩa là một khi các NĐT mặc dù có trình độ cao nhưng chưa có nhiều kinh nghiệm đầu tư vào thị trường tài chính thì diễn biến các hoạt động đầu tư sẽ rất khó lường, đe dọa sự ổn định bền vững của thị trường tài chính, đặc biệt là với thị trường chứng khoán.

Thứ hai, độ tuổi của NĐT cao⁹

Kết quả khảo sát của Nguyễn Đức Hiên (2012) cũng chỉ ra rằng, 3% NĐT có độ tuổi dưới 25; 33% có độ tuổi từ 25-35; 56% có độ tuổi từ 36-55; 8% có độ tuổi trên 55. Có nghĩa là đa phần NĐT trên thị trường tài chính của Việt Nam ở độ tuổi khá cao, điều này có ảnh hưởng rất lớn đến vấn đề phân bổ tài khoản đầu tư.

Thứ ba, NĐT chủ yếu là nam giới

Các NĐT trên thị trường tài chính chủ yếu vẫn là nam giới với tỷ lệ lên tới 65% tổng các NĐT trên thị trường. (Nguyễn Đức Hiên, 2012). Các nghiên cứu cho thấy trên thị trường tài chính thì nam giới thường có mức độ tự tin trong đầu tư cao hơn nữ giới. Tuy vậy, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng mức độ thành công trong các giao dịch tài chính của nữ giới thường cao hơn so với nam giới. Điều này có nghĩa là tỷ trọng nam giới hoạt động đầu tư trên thị trường tài chính càng cao thì mức độ thất bại trong các hoạt động đầu tư càng lớn.

Thứ tư, tâm lý thiếu ổn định

Như trong đặc điểm thì nhìn chung các NĐT Việt có tâm trạng lạc quan thái quá và với tâm trạng này thì xu hướng là NĐT ra các quyết định đầu tư thường ít cẩn thận. Đối ngược với tâm trạng lạc quan thái quá là tâm trạng bi quan thái quá - đây là tâm trạng "xấu" và với tâm trạng này thì nhìn chung, NĐT thường quá cẩn thận trong các quyết định đầu tư của mình, tâm trạng này cũng tác động đến sự trì trệ kéo dài của một số phân khúc thị trường tài chính Việt Nam thời gian qua.

3. Ảnh hưởng tâm lý NĐT tới sự ổn định của thị trường tài chính Việt Nam

3.1. Ảnh hưởng đến thị trường tín dụng ngân hàng

a) Ảnh hưởng đến huy động vốn

Do nền tảng tài chính thấp, các công cụ huy động vốn truyền thống khá đơn điệu, trong khi tâm lý những người gửi tiền còn khá "bất an" do rủi ro tiềm ẩn trong hệ thống ngân hàng còn khá cao, hơn nữa, LS vẫn chưa thực sự hấp dẫn người gửi tiền do chưa đủ bù đắp được những rủi ro tiềm ẩn, thanh khoản của một số NHTM vẫn còn rất yếu... nên khả năng bất ổn của tiền gửi vẫn còn cao, từ đó, khả năng kích hoạt các cuộc chạy đua nâng LS huy động vốn trong hệ thống NH vẫn có thể xảy ra.

Trong thời gian qua, Việt Nam đã trải qua một số cuộc chạy đua nâng LS huy động vốn.

Cuộc chạy đua LS lần 1: Đầu năm 2008, các NHTM Việt Nam đã phải trải qua những thời điểm khó khăn về thanh khoản bởi khách hàng rút tiền khỏi những NH có LS thấp và gửi ở ngân hàng có LS cao. Chỉ trong vài ngày, có những NH đã đẩy

LS huy động tiền gửi từ 15%/năm lên 19%/năm, LS cho vay được đẩy lên tới 21%/năm ở nhiều NHTM.

Cuộc chạy đua tăng LS lần 2: Đầu năm 2009, LS huy động của các NHTM tăng nhẹ, nguyên nhân là bởi các NHTM dự báo nhu cầu vốn của các doanh nghiệp sẽ tăng mạnh trong năm 2009 và các NHTM phải chuẩn bị nguồn vốn đáp ứng các nhu cầu này, chính vì thế, một cuộc chạy đua nâng lãi suất tại tất cả các NHTM được triển khai với hầu hết các kỳ hạn, từ kỳ hạn theo tuần đến kỳ hạn 36 tháng. Do nhu cầu hấp thụ vốn trong nền kinh tế tăng cao nên làn sóng đua tăng LS huy động VND ở các NHTM vẫn tiếp tục khiến LS huy động VND tiến sát mức trần cho vay.

Cuộc chạy đua nâng LS lần 3: Đầu tháng 11 năm 2010, LS huy động vốn bằng VND của các NHTM đồng loạt tăng mạnh. Đến giữa tháng 11/2010, các mức LS liên tục bị phá vỡ, biểu LS của NHTM nhích từng ngày, kèm theo các hình thức khuyến mãi như quà tặng, tiền thưởng, thưởng LS, quay số trúng thưởng... để tăng sức cạnh tranh và giữ chân khách hàng đang có quan hệ giao dịch với NH cũng như thu hút khách hàng mới.

Cuộc chạy đua nâng LS lần 4: Trong giai đoạn từ tháng 3 đến tháng 8 năm 2011, do áp lực thanh khoản căng thẳng, buộc các NHTM phải tiếp tục nâng LS huy động VND khiến mức LS huy động bằng VND ở mức tăng cao vào cuối năm 2010.

Thực tế trên cho thấy, các cuộc chạy đua nâng LS huy động vốn thuộc nội bộ hệ thống NH, song, chủ yếu nó có nguyên nhân từ tâm lý khách hàng gửi tiền. Về nguyên lý thì LS huy động vốn cao hay thấp phải tùy thuộc vào xếp hạng tín nhiệm của NHTM: NHTM được



xếp hạng tín nhiệm càng cao thì LS huy động vốn càng thấp và ngược lại. Tuy vậy, tại Việt Nam hiện nay, công tác xếp hạng tín nhiệm các TCTD chưa được phổ biến rộng rãi, nên những năm qua, về cơ bản, các NHTM vẫn phải tuân thủ LS do NHNN quy định. Do vậy, người gửi tiền sẽ có xu hướng: (i) Rút ngắn kỳ hạn gửi tiền để tự phòng vệ rủi ro; (ii) tìm kiếm các NHTM có mức LS huy động cao hơn để tăng thu nhập từ các khoản tiền gửi; (iii) kỳ vọng NHNN luôn đứng ra bảo lãnh cho các khoản tiền gửi của mình được an toàn thông qua các cam kết không cho NH sụp đổ. Sự cạnh tranh quyết liệt trong huy động vốn trong hệ thống NHTM Việt Nam ở những thời điểm trong những năm qua đã tác động bất lợi đến hệ thống NH, các doanh nghiệp và nền kinh tế, bởi khi đã nâng LS huy động thì LS cho vay cũng sẽ phải tăng, từ đó, làm mất tác dụng của đòn bẩy LS đối với nền kinh tế.

b) Ảnh hưởng đến hoạt động cho vay của các NH

Với một nước mà tích lũy nội bộ chưa cao, thâm hụt ngân sách còn cao, trong khi nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển cao nhằm đáp ứng cho các nhu cầu tăng trưởng kinh tế đầy tham vọng, thì vốn tín dụng vẫn là nguồn chính nhằm tài trợ cho các hoạt động đầu tư và tiêu dùng trong nền kinh tế. Có thể nhận thấy thực trạng này trong giai đoạn trước năm 2011 khi mà tăng trưởng tín dụng luôn xấp xỉ 30%, bởi thực tế là cả nền kinh tế hầu như chỉ “nhìn” vào vốn vay từ các TCTD. Không những thế, trong các giai đoạn nền kinh tế quốc tế phải đối mặt với các cú sốc tài chính, chẳng hạn các năm 2007-2009 và sau đó là khủng hoảng nợ công ở EU từ tháng 5/2009 và kéo dài cho tới nay

vẫn chưa có hồi kết, thì thị trường tài chính Việt Nam liên tục phải đối mặt với các cú sốc đầu cơ trên thị trường bất động sản, vàng, ngoại tệ và nguồn vốn cho các hoạt động đầu cơ này cũng chủ yếu đi vay từ các TCTD, nó lại càng khiến cho tín dụng ngân hàng tăng trưởng nóng. Với các biện pháp thắt chặt quản lý thị trường của các nhà quản lý, nhất là của các nhà chức trách tiền tệ, thì các hành vi đầu cơ trục lợi bị triệt tiêu từng bước. Có thể nhận thấy rất rõ mối tương tác giữa tăng trưởng tín dụng với sự biến động của thị trường những năm qua. Rõ ràng là tâm lý NĐT trên thị trường tài chính Việt Nam đã khiến cho thị trường diễn biến rất phức tạp, khi thì quá nóng, lúc thì quá lạnh. Sự nóng lạnh thất thường của thị trường tài chính do tác động tâm lý NĐT khiến cho môi trường tín dụng của Việt Nam dễ biến động và khó kiểm soát. Có thể nhận thấy rất rõ thực trạng này thông qua diễn biến nợ xấu của hệ thống NH Việt Nam: từ diễn biến của cơ cấu nợ xấu ở một số NH cho thấy tỷ trọng nợ xấu có liên quan đến bất động sản luôn khá cao và xử lý luôn rất khó khăn do thị trường bất động sản phục hồi quá chậm do các NĐT hiện vẫn rất thiếu niềm tin vào sự phát triển ổn định lành mạnh của thị trường này.

3.2. Ảnh hưởng đến thị trường ngoại hối

Các NĐT trên thị trường ngoại hối Việt Nam luôn có tâm lý “giữ chặt” và đôi khi chịu sự chi phối bởi tâm lý “lệch lạc do tình huống điển hình”, dẫn đến đa số các NĐT, nhất là các NĐT tổ chức (chủ yếu là các nhà xuất nhập khẩu...) thường muốn giữ ngoại tệ. Nguyên nhân chính để giải thích tình trạng đầu cơ giữ ngoại tệ của các NĐT tại Việt Nam những năm qua là do khủng hoảng

tài chính, suy thoái kinh tế toàn cầu tác động. Nhiều doanh nghiệp xuất khẩu đã găm giữ ngoại tệ vì lo sợ sự biến động của tỷ giá quá lớn làm cho các NH không có nguồn cung ngoại tệ để đủ điều hòa cho nền kinh tế gây ra tình trạng căng thẳng cho thị trường ngoại hối. Không chỉ vậy, giới đầu cơ có lúc còn đưa ra các tin đồn thất thiệt nhằm kiếm lời trên sự biến động tỷ giá mạnh tại thị trường phi chính thức - thị trường mua bán ngoại tệ tự do. Thực tế cũng cho thấy tâm lý găm giữ ngoại tệ có tác động không tốt đến thị trường ngoại hối đã được giảm bớt nhờ vào những hiệu ứng tích cực từ điều chỉnh tỷ giá. Nói một cách khác, tâm lý găm giữ ngoại tệ là một hiện tượng thúc đẩy những đổi mới cho CSTT của Việt Nam.

Bên cạnh tâm lý găm giữ ngoại tệ, thì các tâm lý khác đồng thời tác động đến hành vi của các NĐT khi kinh doanh ngoại tệ, đó là: Các NHTM nhỏ thường căn cứ vào hành động của các NH lớn hơn để điều chỉnh tỷ giá mua vào và bán ra, tâm lý này khá phổ biến và có thể gọi là tâm lý hành động theo người dẫn đường (một biểu hiện của Tâm lý giữ chặt - Anchoring). Xét trên góc độ các cá nhân kinh doanh ngoại hối, khi áp dụng phân tích kỹ thuật, họ thường quá tự tin vào khả năng nhận dạng xu thế sẽ tiếp tục xảy ra - xu thế củng cố hoặc đảo chiều. Đối với thị trường tiền tệ Việt Nam, nhiều nhà đầu cơ tiền tệ cho rằng nên căn cứ vào biến động dài hạn trong khi các NĐT lại quá tin vào những sự biến động ngắn hạn. Ngoài ra, tâm lý của các NĐT trong nước thường có xu hướng tách bạch giữa hai loại tài khoản lãi và lỗ. Khi tỷ giá tăng và cảm thấy có lời, họ sẽ chấp nhận bán ngay để thu lợi nhuận trong khi nếu lỗ thì xu

hướng chung họ vẫn nắm giữ với kỳ vọng là tỷ giá sẽ tăng trở lại.

3.3. Ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam được đánh giá là thị trường của các NĐT nhỏ lẻ hành động theo tâm lý đám đông, trong đó, các NĐT trong nước chỉ biết nhận thông tin thổi phồng, thiếu những tìm hiểu bề sâu của những thông tin công bố hoặc tham khảo ý kiến chuyên gia trong và ngoài nước. Vì vậy, họ tham gia thị trường với độ rủi ro cao, và chỉ thấy được tầm nhìn ngắn hạn. Ngược lại, những NĐT ngoại có cả những nghiệp vụ và kinh nghiệm họ nhận thấy những biến động tất yếu của thị trường, đến khi nhận ra thời điểm nguy hiểm, sự nóng lên của thị trường và lặng lẽ bán dần không gây ra tín hiệu tháo chạy trên thị trường. Trong khi đó, NĐT nước ngoài luôn giữ một động thái độc lập và tách rời khỏi tâm lý đám đông. Trong những đợt thị trường sụt giảm mạnh như trong giai đoạn 2009-2010 và hầu như không có dấu hiệu gì là đảo chiều, không khí ảm đạm lộ rõ ở các NĐT trong nước, thì NĐT nước ngoài vẫn chiếm khối lượng giao dịch khá cao (khoảng 20% toàn thị trường). Họ nắm giữ những cổ phiếu ở mức giá khác nhau, mua vào - bán ra theo kiểu cuốn chiếu, tạo thành một động thái có thể dẫn dắt thị trường. Còn NĐT trong nước lại kém nhạy bén trước những thông tin thị trường. Mặt khác, các thông tin này hiện được đánh giá là chưa đầy đủ, và nhiều "tin đồn" làm ảnh hưởng tới tâm lý NĐT, gây ra sự hoang mang và chạy theo đám đông như quan sát ở một vài thời kỳ.

Việc mua - bán của NĐT nước ngoài ít nhiều ảnh hưởng đến tâm lý NĐT trong nước và xu hướng này

đang ngày càng mạnh hơn trong những năm gần đây. NĐT trong nước bắt đầu chú trọng vào các động thái mua bán của NĐT nước ngoài và chạy theo xu hướng đó. Trong khi nguồn vốn NĐT nước ngoài đang có xu hướng tăng tại thị trường Việt Nam và nó sẽ ngày càng chi phối TTCK thông qua các kênh đầu tư vốn. Đây cũng thuộc một dạng chạy theo đám đông những NĐT chuyên nghiệp của NĐT trong nước. Ngoài ra, các NĐT nước ngoài chia làm 2 nhóm: một nhóm tập trung vào các chiến lược đầu tư trung và dài hạn dựa trên danh mục đầu tư rõ ràng, nhóm khác chỉ tập trung đầu tư ngắn hạn. Một điều đáng lo ngại là sự tăng lên về số lượng của nhóm hai và có vai trò dẫn dắt thị trường Việt Nam, tham gia vào lũng đoạn thị trường và làm giá trong từng thời điểm của thị trường và họ lại là người nắm giữ lượng lớn cổ phiếu ở các mức giá khác nhau. Với phương thức mua bán cuốn chiếu ở từng mức giá, họ có thể dẫn dắt thị trường và làm náo loạn thị trường. Đến khi NĐT trong nước có thể biết được có khối lượng bán ra làm giá cổ phiếu sụt giảm thì đã muộn và rơi vào tình trạng bán tháo với mức giá rẻ ra thị trường. Điều đó cho thấy NĐT trong nước vẫn còn thiếu nhạy bén, phản ứng và xử lý thông tin và luôn bị đặt trong tình trạng bị động và dễ rơi vào chiếc bẫy chi phối của NĐT nước ngoài.

Phần lớn các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp là những tổ chức do người nước ngoài thành lập tại Việt Nam. Con số và quy mô của các tổ chức này tuy còn nhỏ, nhưng đang phát triển khá nhanh và họ hoạt động với một sự lạc quan có chừng mực. Vì vậy, nếu NĐT trong nước thiếu những cái nhìn tỉnh táo hơn

về thị trường thì sẽ ảo tưởng theo các thông tin đưa ra và tạo thành một tâm lý phong trào, thị trường đã liên tục bị đẩy bởi những cơn sóng nối tiếp nhau. Tất cả các vấn đề nêu trên cho thấy cần có biện pháp để hạn chế phụ thuộc vào những NĐT nước ngoài, nếu không, TTCK sẽ là một canh bạc mà những nhân tố chính là những NĐT nước ngoài. Những biến động phức tạp khó lường của TTCK nước ta những năm qua một phần cũng do ảnh hưởng của thị trường này, nhưng mặt khác, một thực tế là do sự liên thông giữa TTCK và thị trường tiền tệ cũng đã và đang tiếp tục ảnh hưởng đến hiệu lực của CSTT.

2. Một số khuyến nghị chính sách

Từ những phân tích về đặc điểm tâm lý NĐT tác động tới thị trường tài chính tại Việt Nam những năm qua cho thấy một trong những nguyên nhân của sự biến động của thị trường tài chính Việt Nam những năm qua là do tâm lý NĐT và chính đặc điểm tâm lý NĐT trên thị trường tài chính. Điều này đã và đang đặt ra những yêu cầu cấp thiết phải tìm các biện pháp nhằm quản lý và giảm thiểu các tác động tiêu cực của tâm lý NĐT tới các chính sách kinh tế vĩ mô nói chung, trong đó đặc biệt đối với chính sách tài chính.

Bài viết này xin đưa ra một số khuyến nghị chính sách dưới đây:

Thứ nhất, hoàn thiện hành lang pháp lý về lĩnh vực tài chính, bảo đảm sự nhất trí giữa các quy định pháp luật về tài chính với các quy định khác có liên quan

Trong kinh tế thị trường, pháp luật là khâu trọng yếu bởi qua đó, giúp Nhà nước kiểm soát các hoạt động kinh tế xã hội theo đúng trật tự được kỳ vọng. Đối với lĩnh vực

tài chính, hành lang pháp lý càng có vai trò quan trọng đặc biệt, bởi đây là lĩnh vực kinh tế có mức độ rủi ro tiềm ẩn rất cao, trong khi đó đây lại cũng là khu vực yết hầu của nền kinh tế xã hội, cho nên đòi hỏi hành lang pháp luật phải đồng bộ và hoàn thiện, điều này không chỉ giúp hoạt động của hệ thống tài chính quốc gia đi đúng hướng, từ đó, thúc đẩy thực hiện tốt các mục tiêu kinh tế xã hội mà Chính phủ hoạch định, mà nó còn giúp giảm thiểu những rủi ro vốn luôn tiềm ẩn trong hệ thống tài chính. Tuy vậy, do bản thân hệ thống tài chính có phạm vi ảnh hưởng rất rộng, liên quan đến tất cả các hoạt động kinh tế - xã hội nên việc hoàn thiện hành lang pháp lý đối với lĩnh vực hoạt động này là vô cùng khó khăn, phức tạp, đòi hỏi phải được xử lý một cách bài bản, khẩn trương, có định hướng và theo trật tự ưu tiên. Xét về nguyên lý thì do lĩnh vực tài chính có tầm quan trọng đặc biệt, có phạm vi ảnh hưởng rất rộng khắp nên cần phải được ưu tiên, trong khi các hệ thống pháp luật khác có các điều khoản liên quan đến tài chính thì phải tuân thủ các quy định trong các văn bản pháp luật chuyên ngành tài chính. Muốn như vậy, các điều khoản trong các văn bản pháp luật về tài chính phải có sự chuẩn mực nhất định, trên cơ sở đó, tiến hành rà soát lại các điều khoản có liên quan trong hệ thống các văn bản luật khác, bảo đảm có sự nhất trí để không cản trở, thậm chí làm mất hiệu lực các quy định pháp luật về tài chính. Trong bối cảnh hội nhập sâu về tài chính NH, các hoạt động tài chính xuyên biên giới, thì các quy định pháp luật về tài chính tiền tệ cũng cần có tầm nhìn xa, bảo đảm rằng các quy định pháp lý về lĩnh vực này không bị sửa đổi thường xuyên, bởi chính việc

phải thường xuyên điều chỉnh, sửa đổi các điều luật về tài chính tiền tệ cũng đã làm suy giảm hiệu lực của hệ thống pháp luật này.

Thứ hai, tiếp tục tăng cường hơn nữa các thông điệp chính sách

Chính phủ cần sử dụng một cách đồng bộ và hiệu quả các thông điệp chính sách cho NĐT và xã hội thông qua việc thiết kế một khuôn khổ các giải pháp để xây dựng các nội dung thông điệp, chia sẻ và theo dõi các phản ứng về các thông điệp chính sách mà Chính phủ đưa ra. Điều này đòi hỏi Chính phủ cần có một đội ngũ chuyên gia chuyên nghiệp trong lĩnh vực tài chính tiền tệ để có thể vận hành tốt khuôn khổ này.

Cần hình thành các kênh liên lạc khác nhau để Chính phủ có thể nắm bắt được tâm lý NĐT tại các thời điểm khác nhau, để nghe phản ứng của họ về hoạt động điều hành chính sách tài chính của Chính phủ; tiến hành thường xuyên các cuộc điều tra, khảo sát để có thể thu thập và phản ánh kịp thời sự thay đổi trong tâm lý của NĐT và các đối tượng khác trước những chính sách tài chính tiền tệ được thực thi.

Bên cạnh đó, Chính phủ có sự công khai kịp thời, minh bạch hơn về thông tin kinh tế xã hội, đặc biệt là hệ thống thông tin tài chính tiền tệ. Các thông tin trên website của Chính phủ còn thiếu các thông tin cần thiết mang tính thông điệp chính sách của cơ quan quản lý để các NĐT có thể tham khảo. Thông qua việc công khai này, các NĐT hoặc công chúng quan tâm có thể hiểu rõ cách tiếp cận, phân tích và quan điểm của các nhà điều hành chính sách về điều kiện kinh tế tài chính trong nước, thị trường tài chính thế giới và việc xem xét các chính sách kinh tế tài chính trong nước, từ đó đưa ra quyết định dựa

trên những dự báo chính sách của Chính phủ trong tương lai.

Thứ ba, tăng cường công tác giám sát thị trường nhằm nhận diện các xu hướng tâm lý đám đông diễn biến phức tạp có nguy cơ gây ra các diễn biến xấu trên thị trường tài chính

Những năm qua, Chính phủ thường xuyên chú trọng công tác giám sát thị trường và đã kịp thời nhận diện các xu hướng đầu cơ thao túng trên các thị trường chứng khoán, vàng, ngoại tệ, bất động sản ... và đã đưa ra các biện pháp đối trọng thậm chí thông qua các biện pháp hành chính mạnh tay nhằm xử lý các hành vi vi phạm pháp luật, tuy vậy, những diễn biến trên thị trường tài chính luôn rất phức tạp, khó lường xuất phát từ tính chất đa dạng trong tâm lý các NĐT, đặc biệt từ các NĐT có tổ chức quốc tế gắn với các phương tiện và công cụ đầu tư mới, dẫn đến có không ít các diễn biến trên thị trường tài chính các nhà chức trách đã chưa nhận diện kịp thời và bị động trong ứng phó. Sự bị động ít nhiều cũng khiến các hoạt động can thiệp gây sốc cho thị trường cũng như phí tổn can thiệp gia tăng. Từ thực tế này, chúng tôi đề xuất thời gian tới Chính phủ tiếp tục tăng cường hơn nữa công tác giám sát thị trường tài chính gắn với nâng cao trình độ năng lực của đội ngũ cán bộ giám sát và hiện đại hóa hạ tầng kỹ thuật công nghệ, nhất là ứng dụng các phần mềm quản lý thị trường, qua đó, góp phần nâng cao hơn nữa chất lượng của công tác dự báo. Trong điều kiện thị trường tài chính có sự hội nhập rất sâu như hiện nay gắn với cuộc cách mạng công nghệ thông tin thì các rào cản kỹ thuật sẽ bị suy giảm, thậm chí bị mất tác dụng kiểm soát thị trường, do vậy, các dự báo sẽ là cơ sở tốt cho các nhà chức trách ra các quyết định

kịp thời, đúng liều lượng và không gây sốc cho thị trường thông qua kỹ thuật can thiệp hợp lý.

Thứ tư, tăng cường năng lực ứng phó với các diễn biến thị trường

Gắn với hội nhập tài chính thì các nguy cơ gây bất ổn thị trường luôn thường trực, hơn nữa, từ các cuộc khủng hoảng tài chính những năm qua cho thấy rằng các cú sốc tài chính quốc tế có xu hướng ngày càng “đậm đặc” hơn bởi các hoạt động đầu tư “gây nhiễu thị trường” nhằm trục lợi của các NĐT tổ chức có tầm cỡ quốc tế. Các cú sốc gần đây thậm chí đã gây ra những thiệt hại rất lớn về tài chính lẫn uy tín quốc gia. Các quốc gia càng yếu kém trong việc nhận diện các xu hướng đầu cơ thao túng quốc tế thì những thiệt hại càng lớn do can thiệp thiếu kịp thời và không đúng cách, thiếu sự hỗ trợ của quốc tế. Từ thực tế này, chúng tôi đưa ra đề xuất Chính phủ cần nâng cao năng lực ứng phó với các diễn biến tâm lý NĐT trên thị trường tài chính thông qua: (i) Tăng cường sự phối kết hợp với các định chế tài chính quốc tế trong dự báo cũng như can thiệp thị trường tài chính. Một sự phối kết hợp hiệu quả giữa thị trường tài chính trong nước và quốc tế sẽ giúp ngăn chặn tốt hơn các diễn biến đầu cơ quốc tế; (ii) hoàn thiện hành lang pháp lý gắn với bổ sung, hoàn thiện các kỹ thuật can thiệp thị trường nhằm can thiệp đúng thời điểm, đúng liều lượng, trên nền tảng pháp luật mạnh; (iii) tăng cường thực lực tài chính để sẵn sàng can thiệp với những liều lượng đủ mạnh để đối trọng với các hoạt động đầu cơ thao túng thị trường nhất là đến từ những nhà đầu tư tổ chức quốc tế.

Thứ năm, xem xét từng bước thực hiện tự do hóa tài khoản vốn vào thời điểm thích hợp

Vấn đề tự do hóa tài khoản vãng lai và tài khoản vốn của Việt Nam đã được đặt ra một số năm trước đây, tuy vậy, đã có khá nhiều ý kiến khác nhau về vấn đề này bởi gắn với việc tự do hóa tài khoản vốn sẽ dễ gây ra các hệ quả không mong đợi cả về kinh tế xã hội. Tuy vậy, việc tự do hóa tài khoản vốn là một yêu cầu tất yếu gắn với hội nhập kinh tế quốc tế. Xuất phát từ đó, chúng tôi cho rằng việc xây dựng lộ trình tự do tài khoản vốn của Việt Nam cần được cân nhắc trên cơ sở xem xét các rủi ro riêng lẻ và rủi ro tài chính mang tính hệ thống, song song với việc nâng cao năng lực thể chế và của nền kinh tế nhằm ứng phó với các rủi ro này. Một khuôn khổ giám sát và luật lệ được thiết kế tốt và thực thi có hiệu quả sẽ giúp giảm một phần những sai lệch về cơ cấu đồng tiền và sai lệch về thời hạn, nhưng những sai lệch này chỉ có thể giảm đáng kể khi có một thị trường trái phiếu dài hạn trong nước hoạt động tốt và các công cụ bảo hiểm rủi ro cấp cao phát triển hoàn chỉnh.

Tiếp tục phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ dài hạn gắn với phát triển thị trường trái phiếu công ty, điều này sẽ giúp làm giảm các sai lệch thời hạn và sai lệch cơ cấu đồng tiền. Song, việc phát triển các thị trường này chỉ khả thi một khi khung pháp lý cho sự vận hành các loại thị trường trên đây được hoàn thiện, cả về các điều luật lẫn tính khả thi của chúng. Cũng cần lưu ý là để các thị trường trái phiếu Chính phủ và trái phiếu công ty phát triển thì LS phải được tự do hóa và chính sự phát triển của thị trường trái phiếu Chính phủ cũng là nền tảng quan trọng để chúng ta có thể xây dựng được đường cong lãi suất chuẩn, cơ sở để tự do hóa LS.■

¹ Với loại tâm lý này, NĐT thường tự tin quá mức vào tầm hiểu biết, kinh nghiệm của bản

thân và ít chú ý đến việc đa dạng hóa danh mục đầu tư để hạn chế rủi ro.

² Với tâm lý hối tiếc, con người có xu hướng cảm thấy nỗi đau hay sự đe dọa từ hối tiếc khi làm sai một việc gì đó. Do đó, để tránh phải những thất bại gây ra hối tiếc, con người có xu hướng thay đổi hành vi của mình nhưng điều này đôi khi có thể dẫn đến những kết quả không hợp lý.

³ Hành vi bầy đàn là thuật ngữ dùng để chỉ sự điều chỉnh tương thích với một phương thức thực hiện và được thể hiện như là “một sự tương đồng trong hành vi theo sau các quan sát tương tác” về hành động và kết quả phát sinh từ những hành động này giữa các cá nhân.

⁴ Cần lưu ý là tâm lý đám đông tại Việt Nam thường chủ yếu dựa trên các thông tin phi chính thống, điều này có nguyên nhân bởi hệ thống thông tin chính thống của Việt Nam còn khá nhiều bất cập.

⁵ Thuyết này cho rằng con người bị thúc đẩy mạnh nhằm tránh sự mất mát hơn là tìm kiếm lợi nhuận. Xu hướng sợ hãi mất mát đôi khi làm cho con người không thể loại bỏ đi những tài sản tài chính không mang lại lợi nhuận ngay cả khi họ nhận thấy rằng không có kỳ vọng gì về mức sinh lợi trong tương lai.

⁶ Chẳng hạn, chính sách thuế thu nhập cá nhân là nhằm đánh vào tất cả các khoản thu nhập của các cá nhân song nếu như việc thực thi chính sách này lại chủ yếu hướng vào những người có thu nhập trung bình hoặc thấp trong khi những người có thu nhập cao lại ít bị chi phối thì chính điều này đã làm mất hiệu lực của chính sách thuế thu nhập cá nhân bởi khi đó những người có thu nhập trung bình hoặc thấp sẽ cố tình trốn tránh thuế, chây ì nộp thuế - một thái độ phản ứng chính sách.

⁷ Thuyết này cho rằng các kinh nghiệm, hay quy tắc học được thường giúp NĐT ra quyết định nhanh chóng và dễ dàng hơn.

⁸ Các nghiên cứu chỉ ra rằng trình độ học vấn càng cao thì quy mô đầu tư trong mỗi lần giao dịch càng lớn, đồng thời, tỷ lệ sinh lời trong hoạt động đầu tư cũng càng cao.

⁹ Nghiên cứu cho thấy rằng độ tuổi càng cao thì hiệu ứng phân bổ tài khoản đầu tư càng yếu đồng thời, xu hướng họ cũng nắm giữ các danh mục đầu tư tài chính ít tập trung hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Alexander Kurov (2010): Investor sentiment and the stock market's reaction to monetary policy. *Journal of banking & Finance*. Volume 34. Issue 1. January. Page 139-149.
- Arunima Sinha (2016): Monetary policy uncertainty and investor expectation. *Journal of Macroeconomics*. Volume 47, Part B. March, Page 188-199.
- Barberis, N. and Thaler, R. (2001). A survey of behavioral finance, Retrieved January 5, 2004 from <http://gsbwww.uchicago.edu/fac/nicholas.barberis/research>.
- Nguyễn Đức Hiến (2012): Hành vi của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Luận án Tiến sĩ kinh tế. Đại học Kinh tế Quốc dân.
- Tô Kim Ngọc (2012): Giáo trình Tiền tệ - ngân hàng. NXB Dân Trí.
- Kim Tiến (2016): Lãi suất huy động bất tăng trở lại. www.cafef.vn. Ngày 20.6.2016.