

# TÀI CHÍNH HÀNH VI – Lý thuyết và ứng dụng

Th.s. Tôn Hoàng Thanh Huệ, Th.s Nguyễn Thị Oanh, Th.s Nguyễn Thị Hồng Điệp  
Trường Đại học Hồng Đức

*Lý thuyết tài chính truyền thống cho rằng thị trường luôn hiệu quả và các nhà đầu tư trên thị trường luôn có quyết định khôn ngoan, họ tin rằng luôn tồn tại một cơ chế kinh doanh chênh lệch giá nhằm điều chỉnh thị trường về trạng thái hiệu quả. Nhưng trên thực tế không phải lúc nào cơ chế điều chỉnh đó cũng xảy ra. Nghiên cứu tài chính hành vi đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích tại sao và làm thế nào thị trường có thể không hiệu quả, làm sao giúp các nhà đầu tư nhận biết các sai lầm của mình và từ đó có thể tránh lặp lại các sai lầm. Bài viết này tập trung nghiên cứu tổng quan lý thuyết về tài chính hành vi và các ứng dụng điển hình nhằm giải thích một số hiện tượng, hành vi của nhà đầu tư trên thị trường tài chính.*

**Từ khóa:** Tài chính hành vi, thị trường hiệu quả, thuyết triển vọng, hành vi nhà đầu tư

## 1. Tài chính hành vi là gì?

Lý thuyết tài chính hành vi là một phần của tài chính, nó nghiên cứu bổ sung cho những lý thuyết tài chính truyền thống bằng cách giải thích về hành vi tác động đến quá trình ra quyết định. Hay nói cách khác, tài chính hành vi cố gắng giải thích việc các nhà đầu tư phản ứng như thế nào với thông tin để ra quyết định đầu tư.

Tài chính hành vi bao gồm cả hành vi con người, hiện tượng thị trường và sử dụng những kiến thức thuộc phạm trù tâm lý học, xã hội học và tài chính học để lý giải những hành vi bất thường của nhà đầu tư trên thị trường mà lý thuyết tài chính truyền thống chưa lý giải được.

Ngoài ra, nó còn tập trung vào việc áp dụng các nguyên lý tâm lý và kinh tế để cải thiện việc ra quyết định tài chính (Olsen, 1998).

## 2. Những nguyên lý cơ bản của tài chính hành vi

### 2.1. Giới hạn kinh doanh chênh lệch giá (limit to arbitrage)

Theo lý thuyết thị trường hiệu quả, giá tài sản tài chính phản ánh đúng giá trị của tài sản, là sự kết hợp của tất cả thông tin. Lý thuyết thị trường hiệu quả dựa vào nguyên tắc rằng mọi người hành xử có lý trí, tối đa hóa lợi ích mong đợi một cách chính xác và xử lý được tất cả thông tin. (Lê Thị Ngọc Lan,

2009). Cơ chế kinh doanh chênh lệch giá được hiểu như là “hoạt động mua và bán đồng thời một loại tài sản như nhau trên hai thị trường khác nhau nhằm thu lợi nhuận từ sự khác biệt về giá (Sharpe and Alexander, 1990).

Tuy nhiên, Barberis và Thales (2003) chỉ ra rằng: không thể xảy ra cơ chế kinh doanh chênh lệch giá vì về lý thuyết có những tài sản có tính thay thế lẫn nhau hoàn hảo và có thể kinh doanh chênh lệch giá những tài sản đó, trong đó chi phí rủi ro là rất thấp, nhưng trên thực tế thì không hoàn toàn như vậy, và từ đó hoạt động kinh doanh chênh lệch giá sẽ làm rủi ro tăng lên. Kết quả là việc định giá sai đã không được điều chỉnh như kỳ vọng ban đầu. Lý thuyết tài chính hành vi chỉ ra rằng: việc kinh doanh chênh lệch giá trở nên kém hấp dẫn hơn do nhà đầu tư phải bỏ thêm chi phí và rủi ro khi và chỉ khi có sự sai lệch lớn về giá trên thị trường. Đây chính là dấu hiệu giới hạn kinh doanh chênh lệch giá.

Các vấn đề về chi phí và rủi ro sẽ xuất hiện khi có dấu hiệu giới hạn kinh doanh chênh lệch giá xảy ra, cụ thể là:

- Rủi ro cơ bản (fundamental risk):

Trong bài viết “The noise trader approach to finance” của Andrei Shleifer and Lawrence H. Summers (1990) cho rằng: Rủi ro cơ bản là loại rủi ro ám chỉ tâm lý của những nhà kinh doanh

chênh lệch giá “*thua ngay trên chính quyết định của mình*”. Trong trường hợp khi nhà đầu tư đang nắm giữ tài sản tại thời điểm giá của tài sản đó đang cao hơn so với giá ban đầu nhà đầu tư mua vào, tâm lý của nhà đầu tư lúc này là bán chúng ngay để kiếm lời. Nhưng sau đó lại có những thông tin mới tốt hơn, mức kỳ vọng về giá còn cao hơn nữa, họ chịu đựng tâm lý mất mát do chính quyết định ban đầu của mình. Tâm lý sợ mất mát rủi ro này đã làm cản trở ý định kinh doanh chênh lệch giá của nhà đầu tư. Dẫn đến kinh doanh chênh lệch giá không xảy ra.

- *Rủi ro do nhà đầu tư không hợp lý (noise trader risk):*

Rủi ro từ những nhà đầu tư bất hợp lý được nghiên cứu sâu bởi Shleifer và Vishny (1997), là một rủi ro mà việc định giá sai được phát hiện bởi các nhà kinh doanh chênh lệch giá bị làm xấu đi trong ngắn hạn—nghĩa là bất kỳ sự không hợp lý nào của nhà đầu tư dẫn đến giá của tài sản thấp hơn giá trị thực của nó thì sẽ tiếp tục làm cho giá tài sản đó giảm sâu thêm.

- *Chi phí giao dịch (implementation costs):*

Chênh lệch mua bán, phí giao dịch, chi phí cho việc tìm cơ hội kinh doanh chênh lệch giá.

## 2.2. Yếu tố tâm lý (Psychology)

Yếu tố tâm lý được hiểu là những sai lệch trong việc đánh giá thông tin, trong quan điểm của TCHV thì nhà đầu tư không phải lúc nào cũng có hành vi hợp lý, khi nhận thức sai lệch sẽ dẫn đến hành vi sai lệch. Để làm rõ những bất hợp lý này, trong tác phẩm “A Survey of Behavioral Finance” Nicholas, B., & R, Thaler (2003) đã chứng minh về những lệch lạc phát sinh khi con người hình thành niềm tin và sự ưa thích khi tiến hành các lựa chọn.

### a. Niềm tin (Beliefs)

- *Sự tự tin quá mức (Overconfidence):*

Chìa khóa quan trọng của nhân tố hành vi là sự tự tin quá mức. Sự tự tin quá mức được hiểu là nhà đầu tư thường có xu hướng thái quá tài năng của mình và phán đoán tính hợp lý thông qua những gì họ không thể điều chỉnh được. Sự tự tin quá mức thường xảy ra sau một chuỗi “thành công” và có thể dẫn đến rủi ro rất cao cho các nhà đầu tư. Những nhà đầu tư quá tự tin đã được chứng minh rằng, họ giao dịch nhiều hơn các nhà đầu tư khác. Sự quá tự tin làm tăng các hoạt động giao dịch vì nó khiến cho các nhà đầu tư tin vào nhận định của họ mà không cần tham khảo thêm những quan điểm khác từ những nhà đầu tư khác, chính sự tự tin càng lớn thì

rủi ro càng cao và họ rất ít đa dạng hóa đầu tư và chỉ tập trung vào những tài sản mà cho là mình đã quen thuộc. Trong một nghiên cứu của mình, giáo sư Kahneman kết luận rằng: “Nếu một nhà đầu tư nói rằng anh ta chắc chắn quyết định đầu tư của mình đúng đến 99% thì thật ra họ chỉ chắc chắn có 80% mà thôi”.

Hai nhà nghiên cứu về hành vi kinh tế học Barber và Odean chỉ ra rằng: “cá nhân mua bán cổ phiếu càng nhiều thì lợi nhuận có được càng ít, khách hàng là nam thì quá tự tin hơn nhiều so với nữ và có xu hướng giao dịch nhiều hơn nhưng kết quả lợi nhuận càng thấp hơn nữa”.

Quá tự tin được biểu hiện theo nhiều hình thức khác nhau như: ước lượng sai, hiệu ứng tốt hơn trung bình, ảo tưởng kiểm soát và lạc quan quá mức.

*Sự ước lượng sai (miscalibration):* được hiểu là khuynh hướng nhà đầu tư phóng đại tầm hiểu biết của bản thân. Thực tế đã được chứng minh bằng phương pháp kiểm tra sự ước lượng, kết quả: sẽ là tự tin quá mức nếu một người trả lời rằng mức trung bình về sự chắc chắn trong các câu trả lời của mình là 70% nhưng trong thực tế chỉ đạt 55%.

*Hiệu ứng tốt hơn trung bình (better than average effect):* Là hiện tượng con người không thực tế khi nghĩ rằng khả năng của bản thân trên mức bình thường. Một cuộc khảo sát những người lái xe cho kết quả: 70% những người được hỏi cho rằng khả năng của họ cao hơn mức trung bình.

*Ảo tưởng kiểm soát (illusion of control):* Các nhà đầu tư cho rằng họ có khả năng kiểm soát tình huống hơn những gì họ có thể.

*Quá lạc quan (excessive optimism):* Quá lạc quan hiện diện khi con người dựa vào trải nghiệm lịch sử hoặc những phân tích suy luận, phản ánh cảm giác tin rằng mọi thứ tốt đẹp hơn so với thực tế vốn có của sự việc.

- *Tình huống điển hình (representative):*

Kahneman và Tversky (1974) cho rằng: Khi ai đó yêu cầu đánh giá xác suất xảy ra của tình huống A trong tương lai phụ thuộc vào cách thức và mức độ xảy ra của tình huống B, những xác suất xảy ra được đánh giá bằng mức độ mà A là đại diện của B, tức là mức độ của A tương đồng với B.

Tình huống điển hình là xu hướng thường quan tâm đến những tình huống điển hình ngắn hạn trong quá khứ mà không quan tâm nhiều đến những nhân tố dài hạn, điều này gọi là luật số quan sát nhỏ “law of small numbers” Rabin, M (2002). Chẳng hạn,

nhà đầu tư tin rằng một nhà phân tích tài chính có bốn lần lựa chọn cổ phiếu thành công là một người tài giỏi vì bốn lần thành công không phải là đại diện cho một nhà phân tích tầm thường (Nicholas, B & R, Thaler, 2003).

Trong 1 cuộc khảo sát được tiến hành để yêu cầu các cá nhân phân loại “người bán hàng” với “đại biểu quốc hội” trên những cơ sở đặc điểm nhất định. Phần lớn cá nhân tham gia cuộc thực nghiệm đều có quan điểm nhìn nhận một người có sự quan tâm đến chính trị và hay tham gia vào các cuộc nói chuyện về chính trị chính là đại biểu quốc hội, bất chấp thực tế là số người bán hàng có tỷ lệ đồng một cách tương đối so với tỷ lệ số người là đại biểu quốc hội trên tổng dân số nói chung. Kết luận từ những thí nghiệm này cho thấy đa số chúng ta không có kiến thức về tỷ lệ cơ sở (% số người thuộc nhóm nào đó). Đây cũng là nguyên nhân của một số sai lầm khi ra quyết định đầu tư, hoặc là theo đuổi các cổ phiếu tăng trưởng quá nóng hay suy diễn quá mức từ những thông tin dữ liệu vừa có được. (Ngô Thị Xuân Bình, 2010).

- *Tâm lý bảo thủ (Conservatism):*

Là hiện tượng tâm lý ngăn người ta thay đổi quan điểm hay ý kiến của mình trước những cái mới. Edward (1968) kết luận rằng “người ta lấy ở đâu đó từ hai đến năm quan sát để làm một quan sát có giá trị làm thay đổi ý kiến của anh ta”. Theo đó, người ta sẽ chậm thay đổi ý kiến của mình hơn và sẽ mất nhiều thời gian hơn trước khi kết luận về khuynh hướng xảy ra tiếp theo. Nếu như tình huống điển hình đặt nặng vào các tình huống điển hình ngắn hạn thì tâm lý bảo thủ lại chú trọng kinh nghiệm dài hạn. Nghĩa là khi điều kiện thay đổi người ta thường có xu hướng chậm phản ứng với những thay đổi đó, và gắn nhận định của mình với một tình huống chung trong một giai đoạn dài hơi trước đó (Hồ Quốc Tuấn, 2007). Và đây cũng là cách để giải thích hiện tượng phản ứng chậm (underreaction) và phản ứng thái quá (overreaction) trên thị trường chứng khoán khi kết hợp cả hai tình huống điển hình và tâm lý bảo thủ.

- *Tâm lý sợ thua lỗ (Loss aversion):*

Các nhà đầu tư không thích các khoản lỗ và thường tự rèn luyện tinh thần của mình để hạn chế các tác động về mặt tâm lý. Theo Kahneman và Tversky thì hàm giá trị thể hiện đường không cân xứng giữa giá trị mà con người đặt vào phần thắng và thua. Bằng chứng chỉ ra rằng thua lỗ thì cân nặng

gấp nhiều lần so với lợi nhuận, Xu hướng của nhà đầu tư là bán các cổ phiếu tăng giá hơn là các cổ phiếu giảm giá, giữ chứng khoán bị lỗ quá lâu trong khi bán chứng khoán lời quá sớm. Điều này có thể hiểu là nhà đầu tư có xu hướng đánh cược trong việc mất mát – xu hướng giữ vị trí lỗ với hy vọng thời gian sẽ làm cho giá của cổ phiếu đó phục hồi. Shefrin và Statman (1985) gọi sự kiện này là “*thắng bán sớm và lỗ chơi lâu*” (selling winners too early and riding losers too long) như là một hiệu ứng tâm lý. Odean (2000) sau khi nghiên cứu các thí nghiệm đã đưa ra kết luận: Các cổ phiếu tăng giá 70% được bán ra nhiều các cổ phiếu giảm giá tương ứng, cổ phiếu giảm giá được nắm giữ 124 ngày (trung vị) trong khi cổ phiếu tăng giá được nắm giữ 102 ngày.

Ví dụ, người chơi được đề nghị tham gia vào trò chơi may rủi bằng cách tung đồng xu, nếu là mặt ngửa người chơi được \$1000 mặt sấp xuất hiện thì bị mất \$1000. Tuy nhiên, hầu hết mọi người đều trả lời không tham gia, ngay khi trò chơi công bằng và họ được chơi thử vài lần trước đó đều thắng. Xét trên quan điểm của lý thuyết xác suất, trò chơi có giá trị kỳ vọng = 0.

Giá trị kỳ vọng = khả năng xuất hiện mặt ngửa x số tiền thắng + khả năng xuất hiện mặt sấp x số tiền thua =  $1/2 \times 1000 + 1/2 \times (-1000) = 0$ .

Bây giờ trò chơi thay đổi số tiền thưởng tăng lên \$2500 còn số tiền thua vẫn là \$1000, lúc này người tham gia thí nghiệm sẵn sàng đồng ý “thử vận may”.

Giá trị kỳ vọng =  $1/2 \times 2500 + 1/2 \times (-1000) = \$750$ .

Kết luận là “Mọi người khó chấp nhận thất bại hơn thành công đến 2,5 lần. Hay với cách diễn đạt khác, \$1 mất đi sẽ gây đau đớn gấp 2,5 lần so với \$1 thu được”.

- *Niềm tin vững chắc (Belief perseverance):*

Con người mỗi khi đã hình thành một ý tưởng thì họ thường giữ lấy ý tưởng đó trong một thời gian dài (Lord, Ross & Lepper, 1970). Có ít nhất 2 ảnh hưởng của vấn đề này: Một là, họ không chủ động tìm kiếm các bằng chứng ngược lại niềm tin của họ. Hai là, nếu tìm thấy những bằng chứng như vậy thì họ xem xét các bằng chứng này với một thái độ nghi ngờ cao độ (Nicholas Barberis và Richard Thaler, 2003).

- *Neo quyết định (anchoring):*

“Điểm khác nhau bắt đầu ra các ước tính khác nhau, mà thiên về các giá trị ban đầu. Chúng tôi gọi hiện tượng này là neo đậu.” Tversky và Kahneman

(1974). Neocortex quyết định mô tả trường hợp trong đó người ta sử dụng một giá trị liên quan (một cái neo) có sẵn, nhà đầu tư bắt đầu đánh giá từ một giá trị ban đầu (the anchor) được điều chỉnh thông tin cho đến khi đạt được một giá trị có thể chấp nhận được (Epley & Gilovich, 2005). Bằng chứng thực nghiệm cho thấy rằng điều chỉnh thường là không đủ, bởi vì nhà đầu tư thường “neo” quá nhiều vào các giá trị ban đầu và họ ngừng điều chỉnh một khi họ đã đạt đến một phạm vi nhất định các giá trị chính đáng (Epley, Keysar, Van Boven, & Gilovich, 2004). Giá trị của tài sản càng không rõ ràng, công cụ tham khảo sẽ càng quan trọng. Neocortex quyết định sẽ là công cụ quyết định giá quan trọng (Shiller, 1998).

- *Tính sẵn có (availability)*:

Nhà đầu tư thường đưa ra những quyết định dựa trên nhiều thông tin sẵn có nhất- điều này xảy ra khá phổ biến. Nó dẫn đến một mức sinh lợi ít hơn và kết quả kém hơn. Điều này được chứng minh bởi hiệu ứng quy tắc có sẵn (availability heuristic) của Tversky và Kahneman (1979), hiệu quả của quy tắc này là đơn giản, gần gũi và dễ nhớ. Có hai yếu tố tạo nên sự sẵn có đó là lệch lạc tức thì (*recency bias*) và lệch lạc nổi trội (*saliency bias*).

*Lệch lạc tức thì (recency bias)* được hiểu là khi một vấn đề nào đó xảy ra gần đây, nó chắc chắn dễ được nhớ đến hơn hoặc khi các sự kiện có ngăn cách tạm thời, sự kiện xuất hiện thứ cuối cùng là dễ nhớ nhất.

*Lệch lạc nổi trội (saliency bias)* là sự lặp đi lặp lại các sự kiện trong đầu con người hoặc trong các quan sát nhiều lần của họ. Ví dụ: Thông tin một vụ tai nạn máy bay vừa mới xảy ra được xuất hiện nhiều trên các phương tiện truyền thông và người nghe dễ dàng nhận ra vụ việc kinh hoàng đó. Kết quả của sự kiện này là một số người sẽ lo sợ và né tránh đi lại bằng máy bay do họ ước lượng quá mức về khả năng tái diễn sự việc tương tự xảy ra.

**b. Sự ưa thích - Preferences**

- *Lý thuyết triển vọng (Prospect theory)*

Vào năm 1979, trong một nghiên cứu thực nghiệm của mình về “Các mô hình mô tả về quyết định được thực hiện trong điều kiện có mức rủi ro” Daniel Kahneman và Amos Tversky đã phát triển thành một lý thuyết mới “Lý thuyết triển vọng”. Đây là lý thuyết mở đầu của tài chính hành vi và là cơ sở cho những lý thuyết sau đó.

Daniel Kahneman và Amos Tversky (1979) đã trình bày trong lý thuyết triển vọng, hai ông cho

rằng mọi người có xu hướng không thích rủi ro (risk averse) trong vùng lãi và thích mạo hiểm (risk seeking) trong vùng lỗ. Nghĩa là khi khoản đầu tư mang lại lợi nhuận, lúc này họ muốn an toàn và muốn nắm chắc ngay khoản lợi nhuận hiện tại thay vì tiếp tục đầu tư để thu được lợi nhuận nhiều hơn về sau này. Nhưng ngược lại, khi khoản đầu tư trong tình trạng thua lỗ thì họ lại hi vọng cuối cùng giá sẽ phục hồi, họ sẽ tránh được thua lỗ và sẽ nhận được khoản lời trong tương lai, mặc dù lúc này rủi ro thua lỗ nhiều hơn là rất lớn.

Kahneman, D, and A, Tversky (1979) đưa ra ví dụ trong lý thuyết triển vọng như sau: Trường hợp 1: Giả sử bạn giàu có \$300 và quyền lựa chọn 1 trong 2 khả năng sau:

A: Bạn có 100% khả năng có thêm \$100

B: Bạn có 50% khả năng có thêm \$200, và 50% khả năng không có \$0.

Kết quả 72% chọn A điều này thể hiện sự e ngại rủi ro.

Trường hợp 2: Giả sử bạn giàu có \$500 và quyền lựa chọn 1 trong 2 khả năng sau:

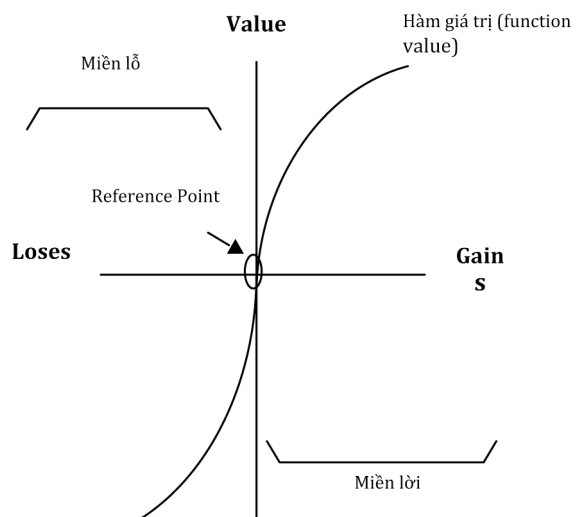
C: Bạn có 100% cơ hội mất \$100

D: Bạn có 50% khả năng mất \$200, và 50% mất \$0.

Kết quả gần 64% chọn D điều này thể hiện sự ưa thích rủi ro.

Trong hình 1 ta nhận thấy hình dạng hàm giá trị không đối xứng, hàm giá trị này có dạng lõm bên phía lợi nhuận và lồi phía thua lỗ và có một điểm xoắn tại gốc tọa độ, điểm này gọi là điểm tham chiếu (reference point). Với mức giàu có bên dưới

**Hình 1: Hàm giá trị trong lý thuyết triển vọng**





điểm tham khảo nhà đầu tư là người thích rủi ro (risk seeker), họ đánh cược với mức độ rủi ro cao hơn để có thể đạt được mức giàu có bên trên mức giàu có mục tiêu của họ. Trong khi đó đối với các mức giá trị nằm trên điểm tham chiếu, hàm giá trị có độ dốc giảm và lúc này nhà đầu tư ngại thua lỗ.

Kết quả cho thấy rằng, thái độ đối với rủi ro không tương đồng với việc được và mất. Khi được thì người ta e ngại rủi ro hơn, còn khi mất thì người ta thường thích rủi ro hơn, nghĩa là *sự thay đổi* của mức tài sản họ thực sự nhận được, chứ không phải giá trị tài sản cuối cùng.

- *Sự tính toán bất hợp lý (Mental accounting)*

Tính toán bất hợp lý là một phần trong lý thuyết triển vọng. Con người có xu hướng “đưa mọi thứ vào những cái hộp” và kiểm soát chúng một cách riêng biệt – nghĩa là phân chia những loại trò chơi khác nhau vào từng mảng hay tài khoản riêng biệt và bỏ qua sự tương tác giữa chúng. Ví dụ: Bạn đặt cược lần đầu thắng được \$150, lần thứ 2 thua \$100. Bạn nghĩ là bạn lỗ \$100 ở lần đặt cược thứ 2 hay làm giảm \$100 cho khoản tiền thắng ở lần đặt cược thứ 1?

Tính toán bất hợp lý dẫn đến nhà đầu tư phân định không hợp lý lợi nhuận có được và vốn gốc của mình. Lợi nhuận có thể mất đi với nỗi đau tinh thần ít hơn vốn gốc bị mất đi. Sự tính toán bất hợp lý giúp giải thích được rất nhiều hiện tượng như lựa chọn ngược với sở thích, tâm lý sợ thua lỗ, hiệu ứng phân bổ tài sản. Tính toán bất hợp lý có thể là kết quả của việc “tiền tốt bị ném vào sau tiền xấu” (good money being thrown after bad money) bằng việc tiếp tục mạo hiểm đầu tư không lợi nhuận với hi vọng rằng sự hồi phục sẽ xảy ra vào một lúc nào đó.

- *Không thích sự mơ hồ (Ambiguity aversion)*

Con người không thích những hoàn cảnh mà khả năng xảy ra không chắc chắn và họ thường dễ dàng chấp nhận tham gia một cuộc chơi nếu họ cảm thấy am hiểu, nghĩa là nếu họ cảm thấy đủ khả năng chiến thắng và cảm thấy e ngại với sự mơ hồ. Tâm lý e ngại sự mơ hồ là một phần trong sự quen thuộc, người ta sợ sự mơ hồ không chắc chắn với những cái mới, lạ và không tìm hiểu sâu nên thường bỏ qua vì cơ hội tốt và cố “chịu đựng” với cái sẵn có, quen thuộc, dù biết rằng nó không còn tốt nữa.

**3. Ứng dụng của lý thuyết tài chính hành vi**

Lý thuyết tài chính hành vi được ứng dụng vào rất nhiều lĩnh vực trong đời sống và khoa học, nó có thể giúp điều chỉnh các mô hình định giá (định giá

chứng khoán - IPO, bất động sản, tài sản khác...), lý thuyết quản trị Công ty (thay đổi tên công ty, cổ tức...), giải thích sự sụp đổ thị trường hay cấu trúc vốn trong tài chính doanh nghiệp... Sau đây là một số ứng dụng điển hình:

- *Ứng dụng của tài chính hành vi liên quan đến lạm phát và định giá IPO*

Modigliani và Cohn (1979) tranh luận rằng chứng khoán ở Mỹ bị định giá cực kỳ thấp vào nửa cuối năm 1970, nguyên nhân do lúc đó lạm phát xảy ra cao đã làm cho các nhà đầu tư có một niềm tin không hợp lý về những khoản thu nhập. Cũng liên quan đến sự suy giảm của lạm phát và đầu cơ giá lên đã được Richard Warr và Ritter (2002) bình luận trong bài viết “The Decline of Inflation and the Bull market of 1982-1999”, họ tranh luận rằng thị trường Con bò tốt 1980 có thể quy cho một sự phục hồi từ việc định giá thấp.

Khi IPO bị định giá quá thấp, thì những cổ đông hiện hữu sẽ cảm thấy tệ hơn lúc trước bởi vì sự giàu có của họ đã bị pha loãng. Ngược lại, khi những cổ phiếu được định giá cao, các cổ đông dài hạn hiện hành được hưởng lợi khi ban quản lý phát hành cổ phần. Việc làm này có lợi cho các cổ đông hiện hữu bằng thiệt hại từ các cổ đông mới. Như vậy, thời điểm được lựa chọn để phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) được các nhà quản lý cân nhắc và lựa chọn để tận dụng việc định giá sai cũng như sự tính toán bất hợp lý từ các thương vụ này. Điều này được chứng minh rõ trong bài báo “Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?” của Tim Loughran và Ritter (2002).

- *Ứng dụng của tài chính hành vi trong việc chi trả cổ tức*

Shefrin và Statman (1985) đã cho thấy rằng, bằng việc chi trả cổ tức, công ty đã giúp cho nhà đầu tư tránh phải hối tiếc. Tâm lý sợ thua lỗ và sự tính toán bất hợp lý là một trong những nhân tố tác động đến việc chi trả và nhận cổ tức. Xem xét ví dụ sau: trong một năm, lợi nhuận của công ty A đã gia tăng \$10 một cổ phần. Công ty có 2 phương án chi trả cổ tức cho cổ đông: Một là thay vì chi trả cổ tức \$10 cho cổ đông thì công ty giữ lại phần cổ tức đó, như vậy thì lãi vốn của cổ đông sẽ gia tăng \$10/cổ phần. Hai là công ty sẽ chi trả \$2 cổ tức bằng tiền cho cổ đông và công ty chỉ giữ lại \$8, như vậy cổ đông sẽ nhận được \$2 cổ tức và \$8 lãi vốn.

Theo thuyết kỳ vọng thì trong cả 2 phương án thì cổ đông đều nhận được lợi ích là \$10. Tuy nhiên,

trong phương án 2 nhà đầu tư nhận được \$2 rồi nhận được \$8, điều này có thể đưa đến độ thỏa dụng cao hơn cho nhà đầu tư – nghĩa là nhà đầu tư thích sự an toàn (không ưa sự rủi ro – thích an toàn trong vùng lồi). Trong một trường hợp khác, nếu công ty bị thua lỗ \$10 hoặc thua lỗ \$12 và trả cổ tức \$2 thì nhà đầu tư sẽ thích chọn phương án sau hơn (thích mạo hiểm trong vùng lõm).

#### ***- Ứng dụng của tài chính hành vi trong việc thay đổi tên công ty***

Hiệu ứng quy tắc có sẵn của Daniel Kahneman và Amos Tversky (1979) đã trình bày trong lý thuyết triển vọng được ứng dụng vào việc thay đổi tên công ty. Cụ thể là, cuối những năm 1990 khi bùng nổ bong bóng Internet, các nhà nghiên cứu Michael, C., D, Orlin., & R, Raghavenda đã làm một cuộc điều tra 147 công ty thay đổi tên thành “.com” theo xu hướng lúc bấy giờ, lý do vì khách hàng thường gặp khó khăn trong việc ghi nhớ địa chỉ trang web. Một điều dễ nhận thấy là ngay cả khi hoạt động kinh doanh cơ bản của họ rất ít hoặc không liên quan gì đến Internet nhưng sau khi thay đổi tên thì cổ phần của các công ty này tăng giá một

cách nhanh chóng, dẫn tới tỷ suất sinh lợi vượt trội tích lũy trung bình là 74% trong khoảng 10 ngày công bố.

#### **4. Kết luận**

Trong vài thập niên gần đây, khái niệm tài chính hành vi được nhắc đến nhiều và rất gần gũi với các nhà kinh tế, đây là một lý thuyết mới vì thế khả năng ứng dụng vào thực tiễn còn rất nhiều hạn chế. Nguyên nhân chính dẫn đến sự hạn chế này là bởi cơ sở và nguyên lý của lý thuyết tài chính hành vi dựa trên tâm lý và hành vi không hợp lý của con người. Nói cách khác, khả năng dự đoán ngoại mẫu “out-of-sample” của tài chính hành vi là rất thấp. Trong tác phẩm “Irrational Exuberance” Robert Shiller (2005) cho rằng cuối những năm 90 thị trường tài chính thế giới bùng nổ nó giống như một quả bóng khổng lồ và ông không thể xác định được quả bóng đó sẽ nổ khi nào. Ngày nay, trong các nghiên cứu của mình, các chuyên gia nghiên cứu hành vi cũng mới chỉ có thể mô tả thị trường ở trạng thái hiện tại mà chưa thể dự báo khi nào thị trường sẽ xuống tới mức thấp nhất cũng như chưa thể dự đoán tương lai như thế nào. □

#### **Tài liệu tham khảo:**

1. Andrei Shleifer & Lawrence H. Summers (1990), The noise trader approach to finance, 19-33.
2. De Long, J., B, A Shleifer., L, Summers., & R, Waldmann (1990), Noise trader risk in financial markets, 703-738.
3. Gregory B. Northcraft & Margaret A. Neale (1987), Experts, amateurs, and real estate: An anchoring and adjustment perspective on property pricing decisions, 39, 84-97.
4. Kahneman, D., & A, Tversky (1974), Judgment under uncertainty: heuristics and biases, 185, 1124-1131.
5. Kahneman, D., & A, Tversky (1979), Prospect theory: an analysis of decision under risk, 47, 263-291.
6. Kahneman, D., P, Slovic., & A, Tversky (1982), Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases.
7. Martin Sewell (2007), Behavioural Finance, University of Cambridge.
8. Nathalie Abi Saleh Dargham, The implications of Behavioral Finance.
9. Nicholas, B., & R, Thaler (2003), A survey of behavioral finance, chapter 18, 1071-1174.
10. Nikos S. Thomaidis (2004), The Implications of Behavioural Finance for the Modelling of Securities Price.
11. Rabin, M (2002), Inference by believers in the law of small numbers, 117, 775-816.
12. Robert J Shiller (2001), Human Behavior And The Efficiency of The Financial System, 1306-1334.
13. Victor Ricciardi & Helen K. Simon (2000), what is behavioral Finance.
14. Bình, N.T.X (2010), Nghiên cứu lý thuyết hành vi trong việc ra quyết định đầu tư tài chính, Tạp chí Ngân hàng.
15. Lan, L.T.N (2009), Nghiên cứu Lý thuyết tài chính hành vi trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Luận văn thạc sĩ, ĐH Kinh tế TP Hồ Chí Minh.
16. Lý, T.T.H (2010), Hành vi bầy đàn trên thị trường chứng khoán Việt Nam – Nguyên nhân và một số giải pháp, Tạp chí Tài chính và phát triển.
17. Tài chính hành vi (2012), Tiểu luận tài chính doanh nghiệp, Đại học Kinh tế TP Hồ Chí Minh.
18. Tuấn, H.Q (2007), Tài chính hành vi – Nghiên cứu ứng dụng tâm lý học vào tài chính, Tạp chí Phát triển kinh tế.
19. Tú, T.T.T và Hùng, P.V (2011), Ứng dụng lý thuyết tài chính hành vi để kiểm định hành vi đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Tạp chí Kinh tế và phát triển.