

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**

LÊ THỊ NGỌC LAN

**NGHIÊN CỨU LÝ THUYẾT HÀNH VI
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
VIỆT NAM**

Chuyên ngành : **Tài chính doanh nghiệp**

Mã số : **60.31.12**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học:

PGS.TS Phan Thị Bích Nguyệt.

TP.HCM, tháng 6/2009

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan rằng luận văn “ nghiên cứu lý thuyết tài chính hành vi trên thị trường chứng khoán Việt Nam” là công trình nghiên cứu của riêng tôi.

Các thông tin, dữ liệu được sử dụng trong luận văn là trung thực, các nội dung trích dẫn đều được ghi rõ nguồn gốc và các kết quả nghiên cứu được trình bày trong luận văn này chưa được công bố tại bất kỳ công trình nghiên cứu nào khác.

T.P Hồ Chí Minh ngày 15 tháng 6 năm 2009

Người cam đoan

LÊ THỊ NGỌC LAN

LỜI CẢM ƠN

Luận văn này được hoàn thành với sự giúp đỡ nhiều mặt của Thầy cô, bạn bè đồng nghiệp và gia đình. Tôi xin chân thành cảm ơn:

- PGS. TS. Phan Thị Bích Nguyệt đã tận tình hướng dẫn, giúp đỡ tôi trong suốt quá trình thực hiện và hoàn thành luận văn này. Với kiến thức và kinh nghiệm thực tiễn sâu rộng mà cô truyền cho tôi đã khiến cho cuốn luận văn này thực sự là một tài sản quý báu cho nghiên cứu sau này.

- Các thầy cô của lớp Cao Học ngày 1 K16 đã giảng dạy và cung cấp cho tôi những kiến thức làm nền tảng cho cuốn luận văn này.

- Các anh chị em bạn bè lớp Cao Học ngày 1 K16 Đại học Kinh Tế Tp.HCM đã cùng tôi hợp tác học tập, trao đổi kinh nghiệm, chia sẻ kiến thức trong suốt quá trình tham gia khóa học.

MỤC LỤC

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu	1
1.1. Đặt vấn đề.....	1
1.2. Sự cần thiết nghiên cứu.....	2
2. Mục tiêu và phạm vi nghiên cứu.....	2
2.1. Mục tiêu nghiên cứu.....	2
2.2. Phạm vi nghiên cứu.....	3
3. Phương pháp nghiên cứu	4
3.1. Phương pháp.....	5
3.2. Thu thập dữ liệu	5
3.2.1. Dữ liệu sơ cấp.....	5
3.2.2. Dữ liệu thứ cấp	7
3.3. Nhận xét về nguồn dữ liệu	7
3.3.1. Nhận xét về nguồn dữ liệu sơ cấp.....	7
3.3.2. Nhận xét về nguồn dữ liệu thứ cấp.....	8
3.3.3. Tính giá trị	8
3.3.4. Độ tin cậy.....	9

CHƯƠNG I: TỔNG QUAN VỀ TÀI CHÍNH HÀNH VI

1.1. Lý thuyết tài chính	11
1.1.1. Lý thuyết tài chính cơ bản.....	11
1.1.2. Lý thuyết thị trường hiệu quả.....	11
1.1.3. Tài chính hành vi.....	12
1.1.3.1. Lý thuyết kỳ vọng	12
1.1.3.2. Sự không yêu thích rủi ro	14
1.1.3.3. Tính toán trí óc	15
1.1.3.4. Tự điều chỉnh hành vi.....	17
1.1.3.5. Hồi tiếc	17

1.1.3.6. Phương pháp giải quyết vấn đề của nhà đầu tư dựa kinh nghiệm (Heuristics)	18
1.1.3.7. Hành vi bày đàn.....	19
1.1.3.8. Quá tự tin và phản ứng thái quá hay bi quan.....	20
1.1.3.9. Sự tham khảo (Anchoring)	22
1.2. Lý thuyết hành vi đầu cơ (đầu cơ bong bóng)	23
1.2.1. Các tiền nghiên cứu.....	23
1.2.2. Những yếu tố giúp giải thích bong bóng đầu cơ	25
1.3. Điều kiện để lý thuyết tài chính hành vi tồn tại	25
1.3.1. Hành vi không hợp lý.....	25
1.3.2. Hành vi không hợp lý mang tính hệ thống.....	26
1.3.3. Giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá trên TTTC	26
Kết luận chương I	27

CHƯƠNG II: NGHIÊN CỨU TÂM LÝ HÀNH VI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.1. Thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2007 đến nay.....	29
2.1.1. Thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn bong bóng đầu cơ	30
2.1.2. Thực trạng thị trường sau bong bóng đầu cơ	32
2.2. Kết quả điều tra những nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam	38
2.2.1. Hồ sơ điều tra của các nhà đầu tư	38
2.2.2. Đặc điểm hành vi đầu tư.....	39
2.2.2.1. Sự thay đổi trong những khoản theo dõi đầu tư.....	39
2.2.2.2. Sự thay đổi trong hạng mục mục tiêu đầu tư	40
2.2.2.3. Sự thay đổi trong các nhân tố quan trọng trong đầu tư.....	42
2.2.2.4. Những lý do có thể của việc đánh giá quá mức và sự suy thoái của thị trường	44

2.2.2.5. Những nguyên nhân và những kỳ vọng về giá trị thị trường hiện tại và tương lai	46
2.2.3. Yếu tố kỳ vọng tác động đến hiệu quả đầu tư.....	48
2.2.3.1. Những lý do dẫn đến việc đầu tư kém hiệu quả.....	48
2.2.3.2. Tính nhạy cảm của hành vi sợ thua lỗ.....	50
2.2.4. Cách giải quyết sai lầm của nhà đầu tư dựa vào kinh nghiệm (Heuristics)	51
2.2.4.1. Khả năng dự đoán sự phát triển thị trường của nhà đầu tư ..	51
2.2.4.2. Tầm ảnh hưởng của các nguồn thông tin được công bố.....	52
2.2.4.3. Ý kiến của nhà đầu tư về việc thị trường sẽ trở ngược lại sự suy thoái như ngày hôm nay như thế nào	53
2.2.4.4. Phản ứng của nhà đầu tư đối với cổ phiếu đang tăng giá... 55	
2.2.4.5. Khả năng tiếp tục thay đổi trong giá trị.....	56
2.3. Kết quả nghiên cứu	56
Kết luận chương II	58

CHƯƠNG III: GỢI Ý NHỮNG GIẢI PHÁP ĐỀ UNG XỬ VỚI NHỮNG TÁC ĐỘNG CỦA TÀI CHÍNH HÀNH VI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1. Nền tảng để đề xuất giải pháp.....	60
3.2. Giải pháp về chính sách	60
3.2.1. Nguyên tắc 1: Dựa vào tâm lý đám đông của nhà đầu tư	61
3.2.2. Nguyên tắc 2: Dựa vào thói quen.....	62
3.2.3. Nguyên tắc 3: Cảm giác “công bằng” tác động đến hành vi con người.....	63
3.2.4. Nguyên tắc 4: Tự điều chỉnh hành vi	64
3.2.5. Nguyên tắc 5: Sự không yêu thích rủi ro của nhà đầu tư.....	65
3.2.6. Nguyên tắc 6: Quá tự tin và phản ứng thái quá của nhà đầu tư	65

3.2.7. Nguyên tắc 7: Con người trở nên thụ động khi bị dẫn dắt bởi quá nhiều thông tin.....	66
3.3. Xây dựng phương pháp đầu tư dựa vào mục tiêu của nhà đầu tư.....	67
3.3.1. Đáp ứng mục tiêu của nhà đầu tư.....	67
3.3.2. Đầu tư đáp ứng nhu cầu cuộc sống hiện tại	70
3.3.3. Thực hiện việc đo lường mới của tỷ suất sinh lợi mới và rủi ro	73
3.3.4. Chiến lược bảo vệ cuộc sống	74
3.3.5. Đáp ứng mục tiêu dùng tiền	75
3.3.6. Đầu tư cho một vùng kế hoạch cố định.....	76
Kết luận chương III.....	80
KẾT LUẬN CHUNG	82
PHỤ LỤC 1: BẢNG CÂU HỎI ĐIỀU TRA	90
PHỤ LỤC 2: KẾT QUẢ PHÂN TÍCH SO SÁNH THỐNG KÊ.....	95
PHỤ LỤC 3: DỮ LIỆU THỐNG KÊ	112
PHỤ LỤC 4: NHỮNG YẾU TỐ GIÚP GIẢI THÍCH HÀNH VI BONG BÓNG ĐẦU CƠ	120
DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ VÀ BẢNG SỐ LIỆU	
2.1 Tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2007	30
2.2 Tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2008	33
2.3 Tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2009	34
2.4 Phần trăm đầu tư vào hạng mục đầu tư dài hạn	38
2.5 Chọn lựa những mục hạng đầu tư nhiều nhất trong và sau thời kỳ bong bóng	41
2.6 Các nhân tố quan trọng nhất đóng góp vào việc định giá vào việc định giá thị trường trong thời kỳ bong bóng đầu cơ	45
2.7 Các yếu tố quan trọng nhất đóng góp vào thị trường giá tăng từ tháng 3 năm 2007 ..	46

2.8 Giá trị ước lượng của thị trường chứng khoán ngày nay	47
2.9 Nguyên nhân của việc đầu tư kém hiệu quả	49
2.10 Bạn đã từng ở bất cứ thời điểm nào trong thời kỳ bong bóng đầu cơ bạn có nghĩ là bạn có thể dự đoán được tương lai phát triển của thị trường hay không?	51
2.11 Trong thời kỳ bong bóng đầu cơ bạn phản ứng thế nào với các công bố từ công ty	53
2.12 Nếu có một vụ suy thoái tương tự ngày nay, như vụ suy thoái hồi tháng 3 năm 2008. Thị trường sẽ trở lại mức độ trước trong vài năm hay sẽ ra sao?	54
3.1 Quá trình đầu tư dựa vào mục tiêu	68
3.2 Đầu tư dựa vào mục tiêu so với đầu tư truyền thống	69
3.3 Vùng của cơ hội lợi nhuận và rủi ro trong chi tiêu cuộc sống hiện tại	71
3.4 Mối quan hệ giữa lỗ tiềm năng và tỷ lệ chi tiêu có thể chống đỡ thấp nhất	74
3.5 Giá trị danh mục thấp nhất	78
3.6 Đạt được giá trị danh mục tối thiểu	79

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

1.1 Đặt vấn đề

Trong một vài năm, bắt đầu từ 1998, giá chứng khoán của các công ty IT (Công nghệ thông tin) có hiện tượng tăng và theo sau bởi một sự xuống giá đột ngột tương ứng vào tháng 3 năm 2000. Chỉ số NASDAQ tăng 170% trong suốt thời kỳ từ mùa thu năm 1998 đến tháng 3 năm 2000. Vào tháng 2 năm 2001 chỉ số NASDAQ đã giảm một nửa thị giá của nó so với đỉnh điểm vào tháng 3 năm trước. Cũng trong thời gian trên chỉ số chứng khoán Stockholm (The Stockholm Stock Exchange's All Share Index – SAX) tăng 118% và vào tháng 11 năm 2001 giá trị của nó giảm 43%. Trong khi đó ở thị trường chứng khoán Việt Nam, đỉnh điểm của sự "kỳ vọng" là VN-Index đã lên đến 1.170,67 điểm vào ngày ngày 12-3-2007 - mức kỷ lục cho đến tận hôm nay, tăng hơn 55% so với phiên cuối cùng của năm 2006 (VN-Index ở mức 751,77 điểm vào ngày 29-12-2006), và rồi thị trường đi xuống. Đến quý 4, VN-Index với xu hướng tiếp tục giảm điểm với đáy là 286.85 vào ngày 10/12/2008 và đây cũng là mức đáy của năm 2008. Đáy của quý này giảm 29,97% so với đáy của quý 3 và giảm 21,63% so với đáy của quý 2. VN-Index đóng cửa vào ngày 31/12/2008 là 315,62 điểm giảm 73,04% so với đỉnh của VN-Index (giá đóng cửa ngày 12/3/2007 với 1170,67 điểm và giảm 65,73% so với ngày đầu năm 2008.

Bong bóng đầu cơ này đã khiến xuất hiện nhiều câu hỏi thú vị. Nhân tố nào hay trường hợp nào đã ảnh hưởng đến hành vi của các tổ chức và cá nhân đầu tư vào thời điểm năm 2007? Sao mà bong bóng đầu cơ có thể phát triển được trong một tình trạng như vậy? Phần lớn nhà đầu tư tham gia thị trường dường như đã nhận ra sự tồn tại và sự nghiêm trọng của bong bóng đầu cơ nhưng bất chấp điều đó họ tiếp tục hoạt động đầu tư mặc dù họ đã nhận ra nguy cơ sụp đổ đang gần kề.

Cái gì đã gây ra bong bóng đầu cơ và mở rộng hơn những hành vi sai lầm nào của thị trường đã góp phần gây ra hiện tượng này? Việc tìm ra những nhân tố gây ra bong bóng đầu cơ có thể nào giúp ta giảm được thiệt hại với một sự cố tương tự như

vậy có thể xảy ra ở tương lai? Đó là một vài trong rất nhiều câu hỏi đã làm nên dàn ý cho luận văn này.

1.2 Sự cần thiết nghiên cứu

Trong suốt những năm qua thị trường chứng khoán có tính tăng cường biến động và không ổn định. Các thị trường tài chính thống nhất luôn bị ảnh hưởng bởi các vấn đề đột biến tầm vĩ mô mà gây ra ảnh hưởng thị trường quy mô toàn cầu. Theo quan điểm của một nhà đầu tư, điểm yếu của thị trường là ở chỗ không dự đoán được và không chắc chắn được, vì những điều kiện của thị trường không luôn phán đoán được chỉ với sự hỗ trợ của các công cụ và thước đo tài chính. Những người tham gia thị trường thì luôn dựa vào tính hiệu quả của thị trường và hành vi hợp lý của các nhà đầu tư khác để ra quyết định. Tuy nhiên, ý kiến dựa vào các nhà đầu tư, những người mà luôn muốn tối đa hóa lợi ích của mình và thể hiện tài tự kiểm soát hoàn hảo, trở nên không hiệu quả. Trong suốt những năm gần đây, có nhiều dẫn chứng cho thấy thị trường thiếu hiệu quả do những nhận định sai lệch của nhà đầu tư.

Những phương pháp dựa trên những dự đoán hoàn hảo, phân tích kỹ thuật hay phân tích cơ bản và những quyết định đầu tư có cơ sở hợp lý của những người khác trong thị trường thì quá phi hiệu thực ở thị trường chứng khoán toàn cầu ngày nay. Tài Chính Hành Vi là một hệ thuyết kinh tế đòi hỏi phải hiểu và dự đoán được những ẩn ý trong hệ thống thị trường tài chính của việc đưa ra những nhận định tâm lý (Olsen, 1998). Bằng cách hiểu hành vi của con người và cơ chế tâm lý khi đưa ra các quyết định tài chính, những mẫu tài chính chuẩn có thể được nâng cao để phản ánh và giải thích tốt hơn thực tế phát triển của thị trường ngày nay.

2. Mục tiêu và phạm vi nghiên cứu

2.1 Mục tiêu nghiên cứu

Biểu giá cao trên thị trường chứng khoán vào những năm gần đây có thể được xem như là bong bóng đầu cơ (speculative bubble). Hiện tượng này có thể một phần được quy cho là do sự phán đoán và hành vi thiếu hợp lý của nhà đầu tư và của con người. Mục đích của luận văn này là tiến hành một cuộc điều tra các nhà đầu tư cá

nhân cũng như là các nhà đầu tư có tổ chức đã thay đổi hành vi đầu tư của họ như thế nào khi xảy ra hậu quả của bong bóng đầu cơ trong suốt thời kỳ từ đầu năm 2006 đến nay. Mục đích của chúng tôi là xác minh nhân tố nào gây ra hiện tượng bong bóng đầu cơ và những nguyên nhân sâu xa hơn là việc có hay không những mục tiêu đầu tư và những nhân tố ảnh hưởng quyết định đầu tư ngày nay khác với thời kỳ bong bóng đầu cơ ra sao. Tài chính hành vi cung cấp khung lý thuyết cơ bản cho luận văn này. Thực nghiệm nghiên cứu dựa trên một bản câu hỏi hướng trực tiếp về những cá nhân đầu tư ở các sàn chứng khoán Việt Nam như SSI, Đại Việt, và các nhà đầu tư có tổ chức chủ yếu ở miền nam Việt Nam (Hồ Chí Minh).

Những đóng góp của luận văn này, trong một vài phạm vi nào đó, giả định rằng mặc dù phần lớn các nhà đầu tư trong thời kỳ 2006-2007 có thể nhận ra sự nghiêm trọng của bong bóng đầu cơ nhưng họ vẫn tiếp tục các hoạt động đầu tư dù biết rằng nguy cơ sụp đổ (giá) là rất gần. Một cách hiểu thông thường hơn những nhân tố gây ra bong bóng đầu cơ và cách mà yếu tố tâm lý ảnh hưởng đến quyết định của chúng ta sẽ giúp ta tránh được những sự cố của hiện tượng này và nâng cao hiệu quả của thị trường tài chính toàn cầu ngày nay.

2.2 Phạm vi nghiên cứu

Phạm vi nghiên cứu của chúng tôi tập trung vào các nhà đầu tư cá nhân và các nhà đầu tư có tổ chức *năng động* ở TP.HCM. Năng động nghĩa là các nhà đầu tư rất thích đầu tư, có thể nói là họ có kiến thức về thị trường tài chính trên mức trung bình và họ được chọn ra một cách ngẫu nhiên từ các thị trường chứng khoán ở Miền Nam Việt Nam.

Các khái niệm

Tài Chính Hành Vi Là một phần của môn tài chính nhằm tìm ra cách hiểu và dự đoán được các dấu hiệu của hệ thống thị trường tài chính của các quyết định tâm lý. “Tài Chính Hành Vi gần như bao gồm cả hành vi con người và hiện tượng thị trường và sử dụng các

kiến thức có được từ ngành tâm lý học và lý thuyết tài chính”, (Fromlet, 2001).

Nhà đầu tư có tổ chức Một nhà đầu tư có tổ chức trong luận văn này được xem như là một chủ ngân hàng hay một nhà phân tích, thương gia hay gần như là một chuyên gia hoạt động trong thị tài chính hằng ngày. Các nhà đầu tư có tổ chức thì chịu trách nhiệm cho một tỷ trọng lớn của tất cả việc thương mại và ít hạn chế hơn các nhà đầu tư cá nhân trong các hoạt động đầu tư.

Nhà đầu tư cá nhân Một nhà đầu tư đơn lẻ là một cá nhân đầu tư tiền của anh ta vào thị trường cổ phiếu và quản lý phần vốn này. Một nhà đầu tư đơn lẻ trong luận văn này là một cá nhân thích đầu tư vào thị trường tài chính. Bảng câu hỏi trong luận văn này được phát ra cho các nhà đầu tư đơn lẻ ở một vài thị trường chứng khoán ở Thành phố Hồ Chí Minh.

Bong bóng đầu cơ Là một hiện tượng giá tăng cao nhất thời được duy trì bởi ý muốn của phần lớn các nhà đầu tư hơn là đánh giá hợp trị giá thật tế. Bong bóng đầu cơ chỉ nằm trong thời kỳ thị trường đầu cơ tăng giá tức là vào tháng 3 năm 2007 khi mà giá cả thị trường tăng đến đỉnh điểm. Thời gian sau tháng 12 năm 2008 được xem là thị trường đầu cơ hạ giá.

3. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp có thể được mô tả là một công cụ trong việc giải quyết vấn đề và đưa đến giải quyết những vấn đề bị nghi vấn. Mọi thứ mà đóng góp trong việc đạt được mục tiêu này là một phần của phương pháp. Việc gắn phương pháp với độ tin

cậy thì rất quan trọng. Thêm vào đó kết quả đạt được nên tạo ra một sự hiểu sâu sắc vấn đề đã được kiểm tra.

3.1 Phương pháp

Một phương pháp có thể là phương pháp định lượng và định tính. Phương pháp định lượng thì được chính thức hoá, cấu trúc hoá, và được gắn đặc điểm bởi tính chọn lọc cùng với nguồn thông tin. Phương pháp này tập trung vào việc phân tích những con số và mục đích là tạo ra một hiện tượng thông qua việc phân tích những dữ liệu được lựa chọn nơi những chỉ số thống kê đóng vai trò trung tâm. Trái lại, phương pháp dựa vào chất thì được giới hạn tới những thông tin có giá trị. Phương pháp này có đặc tính bởi việc sử dụng mô tả miệng thay vì con số và mục đích là tạo ra sự hiểu chung về vấn đề nghiên cứu.

Để đạt được mục tiêu, tôi chọn áp dụng cả phương pháp định tính và định lượng. Phương pháp định lượng liên quan đến cuộc khảo sát mà tôi thực hiện trong hình thức của câu hỏi điều tra mà phát trực tiếp đến nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức. Thông qua cuộc khảo sát, tôi cố gắng quyết định cách ra quyết định và hành vi của nhà đầu tư trong thực tế gắn với sự tồn tại của lý thuyết tài chính, chúng tôi cũng nhắm đến những yếu tố mà gắn với sự tồn tại của bong bóng đầu cơ. Phương pháp định tính được thực hiện thông qua những nỗ lực của chúng tôi để mô tả lý do và sự tồn tại của bong bóng đầu cơ trong những năm gần đây trên thị trường chứng khoán Việt Nam với sự trợ giúp của những lý thuyết tồn tại. Chúng tôi cũng mô tả những khái niệm cơ bản trong tài chính hành vi để cải thiện việc hiểu của chủ đề cần nghiên cứu.

3.2 Thu thập dữ liệu

Dữ liệu cho việc nghiên cứu của tôi có được thông qua một cuộc khảo sát trong hình thức câu hỏi điều tra cùng với thông qua nghiên cứu dựa vào lý thuyết hành vi tài chính và bong bóng đầu cơ.

3.2.1 Dữ liệu sơ cấp

Dữ liệu sơ cấp có được cho một mục đích đặc biệt mà được đòi hỏi để bổ sung dữ liệu thứ cấp (Wiedersheim-Paul and Eriksson, 1997). Dữ liệu sơ cấp trong luận

vấn này bao gồm cuộc khảo sát dưới hình thức của câu hỏi điều tra trực tiếp đến nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức năng động trên các thị trường chứng khoán ở TP.HCM. Câu hỏi được phát ra và được trả lời một cách tự nguyện cho các nhà đầu tư cá nhân tập trung ở các sàn thị trường lớn như SSI, Đại Việt, Bảo Việt và chúng tôi gửi email tới các tổ chức như Indochina, SSI, Vinacapital, ANZ, Citi Bank.... Chúng tôi nhận được 160 kết quả phản hồi từ những nhà đầu tư cá nhân nhưng một vài phản hồi bị loại bỏ vì có rất nhiều câu bị bỏ trống. Chúng tôi cũng nhận được phản hồi từ các nhà đầu tư có tổ chức, và không có kết quả nào từ nhà đầu tư có tổ chức mà bị loại bỏ.

Câu hỏi điều tra bao gồm 21 câu hỏi liên quan đến những yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến quyết định đầu tư và những câu hỏi liên quan đến hành vi của nhà đầu tư suốt và sau thời kỳ bong bóng. Một ví dụ của cuộc điều tra được trình bày trong *phụ lục 1*.

Câu hỏi điều tra trước tiên được xử lý bởi công cụ Microsoft Excel để có một cái nhìn tổng thể về kết quả sơ bộ. Những phân tích được chia thành những phần khác nhau. Một phân tích thường xuyên với sự so sánh giữa những câu hỏi mà dựa vào cùng lý thuyết thì được lập theo nhóm với lý thuyết thích hợp. Điều này được làm để phân tích và so sánh các câu hỏi dễ dàng hơn.

Trong phần hai của phân tích, chúng tôi so sánh những câu hỏi từ những lý thuyết khác nhau. Chúng tôi đã trình bày 11 kết quả thật bất ngờ mà được trình bày trong *phụ lục 2*. Việc so sánh được thực hiện với phương pháp X^2 (Chi bình phương) theo những hướng dẫn của Korner (1996) và Rudberg (1993). Mỗi phép kiểm tra X^2 đưa đến mỗi giá trị, giá trị này được so sánh với giá trị hợp lý được lấy từ X^2 -bảng phân phối. Chúng tôi sử dụng 5% mức độ đáng kể với con số tương đối của mức độ tự do bởi vì điều này được sử dụng trong thống kê cơ bản. Nếu giá trị tính toán thì ít hơn giá trị hợp lý, chúng tôi không thể kết luận rằng có một sự khác nhau giữa những câu hỏi so sánh và chúng tôi chấp nhận H_0 (null hypothesis). Nếu giá trị tính toán thì lớn hơn giá trị hợp lý chúng tôi kết luận rằng có sự khác nhau

đáng kể giữa những câu hỏi so sánh và chúng tôi từ chối H_0 và chấp nhận H_1 (Hypothesis one).

3. 2.2 Dữ liệu thứ cấp

Dữ liệu thứ cấp liên quan đến những tài liệu được thu thập và tóm tắt từ những nguồn báo chí, Internet. Dữ liệu này được sử dụng trong luận văn liên quan đến những lý thuyết tồn tại trong tài chính, đặc biệt hơn là lý thuyết hành vi. Việc nhấn mạnh là vào tài liệu tìm thấy liên quan đến lĩnh vực mới của tài chính hành vi và nghiên cứu về bong bóng đầu cơ.

3.3 Nhận xét về nguồn dữ liệu

Cả nguồn sơ cấp và thứ cấp có lẽ chứa đựng những yếu tố ảnh hưởng giá trị của nghiên cứu. Thêm vào đó, chắc chắn tôi phải xem xét giá trị hiện thực và độ tin cậy của nghiên cứu để thiết lập toàn bộ giá trị của nghiên cứu.

3.3.1 Nhận xét về nguồn dữ liệu sơ cấp

Cuộc khảo sát, mà chúng tôi tiến hành trong hình thức câu hỏi điều tra là một cách thuận lợi của việc thu thập thông tin. Bởi vì dữ liệu thu thập thì đơn nhất và có bản chất tự nhiên và câu hỏi được tính toán để gắn với lĩnh vực được nghiên cứu. Tuy nhiên câu hỏi điều tra thì gắn với ý kiến chủ quan của người phản hồi. Khi được hỏi về những sự việc xảy ra trong quá khứ, phản hồi của nhà đầu tư thì chỉ ra khả năng chủ quan đối với những sự kiện đó. Những người phản hồi cũng thay đổi nhận thức của họ về những sự kiện trong quá khứ theo kết quả thật sự của những sự kiện này, đặc biệt những câu hỏi liên quan đến giai đoạn suốt và sau thời kỳ bong bóng đầu cơ. Vì thế phản hồi từ nhà đầu tư có thể bị chông chéo liên quan đến những gì họ nghĩ sẽ là những hành động đúng nếu họ được đưa cùng lựa chọn ngày nay thay vì phản ánh quyết định thật sự mà họ sẽ làm trong quá khứ. Đây được gọi là có xu hướng muộn. Thêm vào đó, những nhà đầu tư có tổ chức trả lời cùng câu hỏi như nhà đầu tư cá nhân có lẽ quen hơn với khái niệm đầu cơ bong bóng vì thế dẫn đến tính giá trị lớn hơn.

Những nhà đầu tư có tổ chức ít đưa ra những lời nhận xét về câu hỏi điều tra và vì thế dường như họ không bị rối về những gì chúng tôi hỏi và về những gì

chúng tôi muốn tìm ra bởi câu hỏi. Trong khi đó một số nhà đầu tư cá nhân trình bày rằng câu hỏi quá khó và họ không hiểu về bảng điều tra. Vì thế, một vài người chọn không trả lời. Tuy nhiên kết quả thật ấn tượng bởi vì có nhiều người hiểu được những gì được hỏi.

Sử dụng kiểm tra thống kê luôn liên quan đến vài mức độ không chắc chắn bởi vì mẫu được lấy ra từ tập hợp. Sử dụng mức độ 5% ngụ ý rằng có 95% sự chắc chắn trong kết quả. Chúng tôi cố gắng tối thiểu hóa khả năng, rủi ro, của lỗi loại I và loại II. Lỗi loại I là để từ chối khi H_0 đúng; và lỗi loại II là chấp nhận một H_0 không đúng.

Khả năng để làm một quyết định không đúng thì được sử dụng anpha và beta và được định nghĩa như sau:

$$\alpha = \text{Pr (từ chối } H_0/H_1 \text{ đúng)}$$

$$\beta = \text{Pr (chấp nhận } H_0/H_1 \text{ sai)}$$

3.3.2 Nhận xét về dữ liệu thứ cấp

Tài chính hành vi trong lý thuyết và trong tài liệu viết về thì tương đối mới. Nó liên quan đến nhiều lý thuyết tài chính hiện đại và vì thế gắn với nhiều cách gọi hay cách dịch khác nhau và tranh cãi mâu thuẫn nhau trong lý thuyết tài chính chuẩn. Tôi đã nỗ lực đứng trên quan điểm khách quan về tài chính hành vi trong khi mô tả và sử dụng lợi ích tối đa của những lý thuyết tồn tại trong việc giải thích bong bóng đầu cơ và hành vi của người tham gia thị trường. Đa số dữ liệu thứ cấp đạt được từ nguồn khoa học và có bản chất hiện thời. Vì thế chúng tôi xem dữ liệu thứ cấp của chúng tôi là hợp lý.

3.3.3 Tính giá trị

Một nghiên cứu có tính giá trị nghiên cứu chỉ chứa đựng những gì một người muốn và không có cái gì khác. Tính hợp lệ liên quan đến cách tập hợp dữ liệu và phân tích dữ liệu của nghiên cứu gắn với tính hiện thực được nghiên cứu. Tính hợp lệ có thể được chia thành ba mảng: xây dựng, tính hợp lệ bên trong và tính hợp lệ bên ngoài. Trước tiên, tính hiệu lực của xây dựng liên quan đến quá trình thu thập dữ liệu, ví dụ thiết lập hoạt động đúng đo lường cho khái niệm đang được nghiên

cứu. Nghiên cứu của chúng ta tập trung vào việc ra quyết định trên thị trường tài chính nơi nhà đầu tư đóng vai trò trung tâm và quyết định của họ hình thành nên tính cơ bản của hiện tượng được nghiên cứu trên thị trường tài chính. Bởi vì việc tập hợp dữ liệu của chúng ta thì hướng tới cả nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức và cả hai đối tượng này đóng vai trò trung tâm của thị trường, vì thế chúng ta xem việc nghiên cứu của chúng ta có giá trị hiệu lực xây dựng cao.

Tính hiệu lực nội bộ liên quan đến quá trình thiết lập mối quan hệ ngẫu nhiên, bằng cách đó những điều kiện chắc chắn được chỉ ra để dẫn tới những điều kiện khác, như được phân biệt từ mối quan hệ không đích thực. Nó cũng liên quan đến sự liên kết giữa lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm. Trong luận văn này, tôi đã cố gắng khám phá những hành vi nào dẫn tới bong bóng đầu cơ trong những năm gần đây. Tôi xem lý thuyết trong tài chính hành vi thì có hiệu lực trong việc giải thích kết quả thực nghiệm. Tuy nhiên thật khó để chỉ ra rằng hành vi đặc biệt nào giữa những nhà đầu tư được quan sát sẽ là lý do duy nhất cho hiện tượng mà tôi đang mô tả. Có lẽ cũng có những yếu tố trong và ngoài khác gây ra bong bóng đầu cơ mà tôi đã không tính đến.

Tính hiệu lực bên ngoài thiết lập phạm vi mà kết quả nghiên cứu có thể tạo ra trong phạm vi đó. Trong nghiên cứu của tôi tính hiệu lực bên ngoài liên quan đến khả năng của việc tạo ra kết quả của chúng tôi giữa nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức và được kéo dài tới phạm vi rộng hơn. Chúng tôi xem xét mẫu là những hành vi quyết định của nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức được chọn một cách ngẫu nhiên nhưng có tính năng động và có kiến thức trên trung bình.

3.3.4 Độ tin cậy

Độ tin cậy trình bày rằng hoạt động của nghiên cứu như là quá trình tập hợp dữ liệu có thể lặp lại với kết quả tương tự. Mục tiêu là để bảo đảm rằng nếu nghiên cứu sau theo sau đúng trình tự như nghiên cứu trước thì nghiên cứu sau cũng đưa đến kết quả mong đợi. Trong luận văn này, tôi đã tận dụng phương pháp định lượng trong hình thức câu hỏi điều tra trực tiếp đến nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức. Tôi cho rằng quá trình tương tự thì dễ áp dụng tới mẫu tương tự của nhà đầu

tư và nên đưa ra kết quả tương tự nếu hướng đến mẫu tương tự. Vì thế tôi tin rằng nghiên cứu đáp ứng đúng tiêu chuẩn độ tin cậy. Tuy nhiên, câu trả lời của những người phản hồi thì nêu lên tính chủ quan và mang đặc điểm của thị trường vào thời điểm đầu năm 2009, đặc biệt những câu hỏi liên quan bong bóng đầu cơ. Một số lượng chắc chắn của việc nhận thức trễ như được đề cập trong *mục 2.4.1*, có lẽ làm bóp méo kết quả nhận được.

Chương I: TỔNG QUAN VỀ TÀI CHÍNH HÀNH VI.

1.1 Lý thuyết tài chính

1.1.1 Lý thuyết tài chính cơ bản

Nền tảng cơ bản dựa vào khung kiến thức được xây dựng trên nguyên tắc arbitrage của Miller và Modigliani, lý thuyết thị trường hiệu quả của Markowitz, lý thuyết định giá tài sản của Sharpe, Lintner và Black và lý thuyết quyền chọn giá của Black, Scholes và Merton. Những nguyên tắc này xem xét thị trường hiệu quả và ở mức phân tích tiêu chuẩn cao.

1.1.2 Lý thuyết thị trường hiệu quả

Theo lý thuyết thị trường hiệu quả, giá cả của các tài sản tài chính kết hợp tất cả thông tin và giá cả được xem xét như là điều kiện dự đoán tốt nhất của giá trị đầu tư thật sự tại tất cả thời gian. 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. Nói một cách khác, tài sản tài chính thì luôn luôn được định giá hợp lý, và được phổ biến tới công chúng. Giá chứng khoán được mô tả xấp xỉ một cách ngẫu hứng theo thời gian: giá thay đổi thì không thể dự đoán bởi vì chúng xuất hiện chỉ trong sự phản ứng đối với thông tin thật sự mới, và chỉ bởi thông tin mới và không dự đoán được (Shiller, 2000). Bởi vì sự thật rằng tất cả thông tin thì được chứa đựng trong giá chứng khoán thì không thể kiếm được lợi nhuận trên trung bình và đánh bại thị trường theo thời gian mà không gánh lấy rủi ro.

Tuy nhiên, bất cứ ai từng trải qua thời kỳ bong bóng internet và tiếp theo đó là các cuộc khủng hoảng đều nhận ra lý thuyết thị trường hiệu quả không thể giải thích. Và trong những trường hợp như vậy, nghiên cứu về tâm lý học lại hoàn toàn có thể giúp chúng ta hiểu được thị trường tài chính. Những hành vi vô lý một cách hệ thống là cách giải thích hợp lý để chấp nhận đối với những bất thường trên thị trường chứng khoán.

1.1.3 Tài chính hành vi

Tài chính học hành vi là lĩnh vực tài chính sử dụng các lý thuyết cơ bản dựa trên tâm lý con người để giải thích những bất thường trên thị trường chứng khoán. Một số miêu tả và giải thích của tài chính học hành vi khá thú vị, mô phỏng hành vi thị trường bằng các cuộc thử nghiệm rất đơn giản như sau: Cho ai đó một lựa chọn hoặc là sẽ có chắc chắn 50.000 đồng hoặc là sẽ chơi trò đồng xu xấp ngửa, nếu thắng sẽ nhận được 100.000 đồng, và ngược lại sẽ không nhận được gì cả. Có vẻ như trò chơi này đầy may rủi, do đó người ta chọn việc bỏ túi chắc chắn 50.000 đồng. Ngược lại, nếu phải lựa chọn giữa việc mất chắc chắn 50.000 đồng hoặc cũng chơi trò đồng xu xấp ngửa và mất 100.000 đồng hoặc không mất gì cả. Họ có thể sẽ chọn chơi xấp ngửa. Sự may rủi trong việc tung đồng xu xấp ngửa trong cả hai trường hợp là tương đương nhau, nhưng con người lại chọn cách tham gia trò chơi để tiết kiệm những khoản lỗ, thậm chí là trò chơi này có thể sẽ mang đến một khoản lỗ lớn hơn. Điều này cho thấy khuynh hướng con người coi khả năng bù đắp một khoản lỗ còn quan trọng hơn khả năng kiếm được một lợi nhuận lớn hơn.

Như vậy hành vi tài chính là một kiểu tài chính mới, nó giúp bổ sung vào các lý thuyết tài chính cơ bản bằng cách giải thích về hành vi của quá trình ra quyết định. Ngược lại với lý thuyết của Markowitz và Sharp, hành vi tài chính giải quyết vấn đề của các cá nhân và cách mà họ thu thập và sử dụng thông tin. Hành vi tài chính tìm cách để hiểu và dự đoán được quá trình ra quyết định có quan hệ đến hệ thống thị trường tài chính. 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).

Phần sau đây sẽ giới thiệu những kết quả cơ bản và những nguyên lý lý thuyết trong tài chính hành vi mà thường mâu thuẫn với giả thuyết của lý thuyết thị trường hiệu quả.

1.1.3.1 Lý thuyết kỳ vọng

Lý thuyết kỳ vọng là một lý thuyết được sử dụng để thay thế công thức toán học của lý thuyết tối đa hóa lợi ích mong đợi. Lý thuyết kỳ vọng thường trình bày hành vi lý trí thật sự dưới cái chắc chắn. Theo lý thuyết lợi ích mong đợi, những nhà

đầu tư không thích rủi ro. Không thích rủi ro được thể hiện với độ lõm của đường lợi ích biên, chẳng hạn như lợi ích biên của sự giàu có giảm. Mỗi đơn vị tăng thêm của sự giàu có thì có giá trị ít hơn sự tăng trước đó về sự giàu có. Mặc dù sự hấp dẫn khác nhau của lý thuyết lợi ích, nó được biết rằng, lý thuyết này đã sai khi dự đoán hành vi con người, ít nhất là dưới những hoàn cảnh chắc chắn. Kahneman và Tversky trình bày trong lý thuyết kỳ vọng (1979) về những bằng chứng thực nghiệm sau để minh họa cách nhà đầu tư xâm phạm lý thuyết lợi ích.

Khi những nghiên cứu của họ được yêu cầu chọn giữa một vé số mà mang lại, 25% cơ hội của việc thắng 3.000 và một tấm vé số có 20% cơ hội của việc thắng 4.000, 65% mọi người chọn cái cơ hội sau (20%; 4.000). Trái ngược với những chủ đề được yêu cầu chọn giữa 100% cơ hội thắng 3.000 và 80% cơ hội thắng 4.000, 80% chọn cái đầu tiên (100%; 3.000). Lý thuyết lợi ích cho rằng họ không nên chọn khác nhau trong hai trường hợp bởi vì theo sự lựa chọn thứ hai thì tương tự như cái đầu tiên (ngoại trừ rằng tất cả khả năng thì không đổi). Ngược lại, theo lý thuyết kỳ vọng, sự yêu thích của cá nhân cho lựa chọn đầu tiên trong xổ số, khi có sự chắc chắn, minh họa những gì mà được gọi là “hiệu quả chắc chắn”, một sự yêu thích những kết quả chắc chắn

Một khám phá nữa của lý thuyết kỳ vọng là chức năng giá trị của Kahneman và Tversky (1979). Theo lý thuyết lợi ích mong đợi truyền thống, đường lợi ích là đường dốc xuống cho tất cả mức độ giàu có. Trái lại, theo lý thuyết kỳ vọng, độ lõm của đường lợi ích thì dốc lên đối với những mức độ giàu có dưới một điểm tham khảo và dốc xuống sau điểm tham khảo. Điểm tham khảo được quyết định bởi hai cá nhân như là một điểm so sánh, như một sự đo lường của mức độ giàu có. Ở những mức độ giàu có dưới điểm tham khảo, nhà đầu tư là người tìm kiếm rủi ro, ví dụ họ chuẩn bị để làm những cá độ để nằm trên mức độ giàu có yêu thích của họ. Trong khi đó, tại những mức độ trên điểm tham khảo, đường giá trị thì lõm xuống, hợp với lý thuyết truyền thống và nhà đầu tư thể hiện sự không ưa thích rủi ro. Kahneman và Tversky trình bày rằng mọi người là những người yêu thích rủi ro đối với những mất mát.

Hai hiện trạng này, sự yêu thích đối với kết quả chắc chắn và sự yêu thích rủi ro khi đối diện với mất mát, được khám phá bởi Kahneman và Tversky, có lẽ giải thích vài chính xác cho hành vi vô ý thức của nhà đầu tư. Sự thật rằng điểm tham khảo trên đường giá trị luôn luôn dịch chuyển với sự giàu có để giữ mức độ lợi ích hiện tại, nhà đầu tư sẽ luôn luôn hành xử trong cách không ưa thích rủi ro thậm chí khi một lượng nhỏ của giàu có đang trong hoài nghi. Thuật ngữ này được gọi là sự không ưa thích rủi ro mà được trình bày trong những phần sau.

1.1.3.2 Sự không yêu thích rủi ro

Kahneman và Tversky thật đúng khi cung cấp rằng lý thuyết kỳ vọng mô tả cách những người đưa ra những quyết định hành xử khi đối đầu với sự lựa chọn dưới cái không chắc chắn. Đường giá trị chỉ ra tính không cân xứng rõ ràng giữa những giá trị mà con người đặt vào được và mất. Tính không cân xứng này được gọi là sự ghét rủi ro. Những bằng chứng thực nghiệm chỉ ra rằng mất mát thì được cân nặng gấp hai lần so với cái được. -mất 1\$ thì người ta sẽ buồn gấp hai lần so với niềm vui của việc lãi được 1\$. 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 trí mất với hy vọng rằng giá cuối cùng sẽ phục hồi. Điều này bởi vì sự thật rằng đường lợi ích dưới lý thuyết triển vọng thì hướng lên đối với mỗi mức độ giàu có dưới điểm tham khảo của mỗi cá nhân. Lý thuyết triển vọng chỉ ra rằng những nhà đầu tư sẽ không thích rủi ro trong những cái họ sẽ đạt được.

Samuelson (1963) minh họa một ví dụ của sự không yêu thích rủi ro. Ông ta hỏi một đồng nghiệp rằng ông ta sẽ chấp nhận một vụ cá độ mà trả cho ông ta 200\$ với khả năng 50% và một 100\$ với khả năng 50%. Người đồng nghiệp nói rằng anh ta sẽ không chấp nhận vụ cá cược này nhưng anh ta sẽ cá một trăm lần. Với 100 lần cá, anh ta mong rằng tổng tiền thắng được là 5.000\$ và anh ta hầu như chẳng có cơ hội mất một đồng nào. Sai lầm chấp nhận nhiều lần cá cược như vậy khi người ta xem xét xét chúng một cách riêng lẻ như vậy được gọi là “tâm lý sợ thua lỗ thiên cận” bởi Benartzi và Thaler (1995). Sự không yêu thích rủi ro mờ nhạt là sự kết nối của sự nhạy cảm lớn hơn của việc mất hơn đối với việc nhận và một xu hướng để

đánh giá kết quả thường xuyên. Hành vi của các nhà đầu tư thỉnh thoảng được nói là thiên cận, thiếu tầm nhìn, và vì chỉ nhìn nhận sự việc từ một phía nên họ thường bỏ qua rất nhiều thứ có thể xảy ra, do vậy mọi nhà đầu tư chỉ lên kế hoạch cho một thời kỳ rõ ràng mà thôi (Bodie et al., 2000). Hai giả định của việc không yêu thích rủi ro thiên cận thì được kiểm tra thực nghiệm. Đầu tiên những nhà đầu tư không thích rủi ro sẽ sẵn sàng chấp nhận rủi ro nếu họ đánh giá việc đầu tư của họ ít thường xuyên hơn. Thứ hai, nếu kết quả tăng đủ để hạn chế việc mất mát, nhà đầu tư sẽ chấp nhận thêm rủi ro. Không yêu thích rủi ro chỉ ra rằng mọi người có xu hướng nhạy cảm hơn với sự giảm trong việc đạt được lãi hơn là sự tăng. Điều này được phản ánh trong đường giá trị lý thuyết triển vọng mà có một cái giống lúc ban đầu. Không yêu thích rủi ro có thể giải thích rằng xu hướng của nhà đầu tư để giữ chứng khoán bị lỗ trong khi bán chứng khoán lời quá sớm. Shefrin và Statman (1985) gọi sự xuất hiện này “bán lợi nhuận quá sớm và cỡi lỗ quá lâu” như là kết quả của khuynh hướng. Khi nhà đầu tư xem xét chứng khoán dựa trên cơ bản cá nhân, thì sự không ưa thích rủi ro trong việc có lợi nhuận sẽ dẫn tới việc họ bán chứng khoán đang tăng giá quá nhanh, bằng cách đẩy giá giảm có mối liên hệ với cơ bản. Điều này thiết lập một giai đoạn cho việc tăng giá thêm khi giá chứng khoán trở lại giá trị cơ bản, ngược lại, tìm kiếm rủi ro trong mất mát sẽ gây cho nhà đầu tư giữ quá lâu khi giá giảm, bằng cách đó giá chứng khoán với đà âm vượt qua giá trị cơ bản.

1.1.3.3 Tính toán trí óc

Tính toán trí óc (mental accounting). Đây là một dạng của định nghĩa hẹp. Chúng ta có xu hướng tách riêng các quyết định mà đúng ra phải được kết hợp lại với nhau vào các tài khoản ảo trong trí tưởng tượng của chúng ta (mental account) và tối đa hoá lợi ích từng tài khoản. Và vì thế, đôi khi chúng ta đưa ra các quyết định nhìn tưởng là hợp lý, mà thật ra là sai lầm. Ví dụ, có người có xu hướng tách biệt ra hai ngân sách gia đình, một dành cho mua thức ăn trong gia đình, một dành cho đi ăn nhà hàng cuối tuần. Và khi chi tiêu mua đồ ăn, người này thường không mua hải sản cao cấp vì nghĩ rằng nó mắc và chỉ ăn thịt bình thường, nhưng khi vào ăn nhà

hàng, người này lại gọi tôm hùm, thay vì ăn một bữa thịt bình thường (đương nhiên rẻ hơn tôm hùm). Nếu thay vì như vậy, người này đi mua tôm hùm cho bữa ăn tại nhà, và chỉ ăn thịt bình thường trong nhà hàng, anh ta có thể tiết kiệm tiền. Vấn đề nằm ở chỗ anh ta đã tách biệt ra hai tài khoản riêng cho thức ăn tại nhà và đi ăn cuối tuần!

Sử dụng tính toán bất hợp lý và định nghĩa hẹp, chúng ta có thể giải thích nhiều hiện tượng như lựa chọn nghịch với sở thích (preference reversals), sợ thua lỗ (loss aversion), và hiệu ứng phân bổ tài khoản 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. Ví dụ, khi mua cổ phiếu giá 30.000, sau đó giá giảm xuống 22.000, người ta vẫn không bán cổ phiếu (thậm chí còn mua tiếp) và chờ đến khi giá lên trên 30.000 một chút mới bán ngay kiếm lời. Giá có giảm tiếp người ta cũng cứ giữ cổ phiếu đó tiếp. Vì họ đã tách biệt giữa “tài khoản lời” và “tài khoản lỗ” trong tâm trí của mình, cho nên họ cố 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, xem như nó chưa bị chuyển qua tài khoản lỗ. Hiệu ứng phân bổ tài khoản này cũng có thể được lý giải bằng hiệu ứng tự lừa dối (sợ rằng nếu bán mà bị lỗ thì sẽ cảm thấy bản thân ra quyết định đầu tư kém), hay hiệu ứng tiếc nuối (lỡ bán rồi mà giá lên thì sao). Hiệu ứng phân bổ tài khoản lý giải một phần vì sao trong thị trường tăng giá thì khối lượng giao dịch tăng cao hơn khi thị trường giảm giá tại Mỹ và Nhật.

Vai trò của mô hình này cũng có thể được minh họa trong những rắc rối của việc phân chia cổ tức qua đó các nhà đầu tư cá nhân tách biệt cổ tức từ lãi vốn trong việc xem xét một chứng khoán. Trong một thế giới không có thuế và chi phí giao dịch các nhà đầu tư không quan trọng giữa một đồng cổ tức và một đồng vốn. Thêm vào đó, trong thế giới mà cổ tức bị đánh thuế nặng hơn lãi vốn, những nhà đầu tư biết rằng họ sẽ bắt lợi khi công ty công bố trả cổ tức. Thế thì tại sao công ty trả cổ tức? Một đồng đô la cổ tức khác một đồng đô la vốn theo lý thuyết kỳ vọng bởi vì nhà đầu tư gán đồng đô la thành hai miếng kim loại riêng biệt. Vì thế, một chứng

khoán khi trả cổ tức làm giảm giá nhưng nhà đầu tư lại do dự khi bán chứng khoán đó vì sợ mất miếng kim loại có chứa thu nhập cổ tức. Cổ tức có thể được nghĩ như là một sự đạt được tách biệt từ lãi vốn bởi vì sự tăng trong bản thân giá chứng khoán. Việc sử dụng cổ tức để tránh hối tiếc khi bán chứng khoán mà có lẽ tăng trong giá trị sau này. Shefrin và Statman (1994) cũng tranh cãi rằng những nhà đầu tư cá nhân nghĩ rằng có họ sẽ có một phần an toàn trong danh mục đầu tư mà được bảo vệ từ phía rủi ro và một phần rủi ro được thiết kế để nhận lấy sự giàu có.

Tính toán trí óc có thể có đưa đến kết quả là” tiền tốt được ném vào sau tiền xấu” bởi hoạt động liên tục của việc mạo hiểm đầu tư không lợi nhuận với hy vọng rằng việc phục hồi sẽ bằng một cách nào đó xảy ra. Nó cũng giải thích định kiến mà có lợi ích cho các nhà đầu tư với sự không tự kiểm soát hoàn hảo – một dạng hiện tượng được trình bày sau đây.

1.1.3.4 Tự điều chỉnh hành vi

Tính toán trí óc và khung cấu trúc có lẽ được sử dụng để làm giảm vấn đề tự điều chỉnh, ví dụ, bằng cách thiết lập tài khoản đặc biệt mà được xem xét là vượt qua giới hạn. Glick(1957) báo cáo rằng việc do dự để nhận ra mất mát hình thành nên vấn đề tự điều chỉnh; ông ta mô tả những nhà đầu cơ chuyên nghiệp người mà có khuynh hướng để cho việc mất mát ra đi. Nó là sự điều chỉnh việc mất mà tạo nên vấn đề. Vấn đề của người đi buôn thì được trình bày là đủ để đóng lại một tài khoản tại một điểm mất, mặc dù chúng thì rõ ràng rằng giữ lấy mất mát thì là không có lý trí. Tự điều chỉnh hành vi cũng trình bày trong việc mất cổ tức, đã được đề cập trong những phần trước. Ví dụ, nhà đầu tư, đặc biệt những người về hưu, người sống nhờ vào quỹ lương hưu, lo lắng rằng về việc chi đi số tiền quá nhanh bằng cái cách mà cạn kiệt tài sản sinh sống. Họ lo sợ về việc mất đi khả năng tự điều chỉnh, nơi họ bị thúc giục có thể dẫn tới việc chi tiêu quá mức.

1.1.3.5 Hối tiếc

Có một xu hướng khiến con người cảm thấy hối tiếc khi vi phạm lỗi, thậm chí những lỗi nhỏ. Đó làm một cảm giác hối hận về một quyết định đã gây ra những kết quả xấu. Nếu một người không muốn phải hối hận thì anh ta phải thay đổi hành vi

của mình theo cách mà đôi khi trong vài trường hợp thì sẽ không hợp lý. Thuyết hối tiếc có thể giải thích được sự thật rằng các nhà đầu tư trì hoãn bán những cổ phiếu đang giảm giá trong khi đó lại tăng tốc việc bán những cổ phiếu lên giá (Shefrin và Statman, 1985). Lý thuyết này lý giải rằng các nhà đầu tư tránh việc bán những cổ phiếu đang giảm giá để không bị mắc sai lầm và theo cách này họ sẽ không cảm thấy hối tiếc. Họ bán nhanh các cổ phiếu đang lên giá để không cảm thấy hối tiếc nếu sau đó cổ phiếu bị giảm giá. Hành vi này được dẫn chứng bằng cách sử dụng cái dữ liệu thương mại của Ferris, Haugen và Makhija (1988) và Odean (1996).

1.1.3.6 Phương pháp giải quyết vấn đề của nhà đầu tư dựa vào kinh nghiệm (Heuristics)

Từ điển định nghĩa từ “Heuristics” liên quan tới một quá trình trong đó mọi người tìm ra những thứ cho chính họ bằng phép thử hay lỗi. Phép thử hay lỗi dẫn con người phát triển “luật ngón tay cái”, nhưng quá trình này thường dẫn tới những lỗi khác (Shefrin, 2000). Heuristics có thể cũng được định nghĩa như là “sử dụng kinh nghiệm và nỗ lực thực tế để đưa ra quyết định” bởi vì sự thật rằng ngày càng có nhiều thông tin đang lan truyền nhanh và rất nhanh, cuộc sống của những người ra quyết định dựa vào thị trường tài chính thì ngày càng phức tạp. Điều này ngụ ý việc sử dụng Heuristics mà thường là một quá trình không thể tránh khỏi, nhưng luôn luôn hiệu quả. Heuristics có lẽ giúp giải thích tại sao thị trường thỉnh thoảng hành xử trong cách vô ý thức, mà đối lập với mô hình lý thuyết thị trường hiệu quả. Hành vi bầy đàn là một cách của Heuristics nơi những cá nhân được dẫn tới hình thành thành một đám đông, hiện diện trong môi trường quyết định đầu tư, theo sau bởi quyết định của họ. Tuy nhiên, khuynh hướng bầy đàn, cùng với Heuristics, có lẽ dẫn con người lạc hướng theo một khuynh hướng của thị trường. Quá tự tin là một khuynh hướng mà mọi người cố gắng phân loại sự kiện như là cơ bản hay đại diện của một loại được biết rõ. Trong thị trường chứng khoán có lẽ nhà đầu tư phân loại chứng khoán như là chứng khoán phát triển dựa vào lịch sử của phát triển lợi nhuận, bỏ qua khả năng có rất ít công ty có thể phát triển mãi mãi. Cuối cùng, bí ẩn được

trình bày trong phần 1.1.3.7 liên quan tới quá trình ra quyết định nơi đám đông thì quan trọng và nơi những quyết định có lẽ bị ảnh hưởng bởi sự đề nghị.

1.1.3.7 Hành vi bầy đàn

Một quan sát cơ bản về xã hội con người trong đó con người có mối liên hệ giao tiếp với người khác có cùng suy nghĩ. Nó thì quan trọng để hiểu nguồn gốc của sự suy nghĩ tương tự nhau, để chúng ta có thể đánh giá tính hợp lý của lý thuyết dao động đầu cơ mà gán cho việc làm thay đổi giá cả do những suy nghĩ sai lệch. Một phần lí do của việc phán đoán của con người thì giống nhau tại những thời điểm giống nhau là họ đang có những phản ứng với thông tin giống nhau. Ảnh hưởng xã hội có một tác động khổng lồ lên phán đoán cá nhân. Khi con người đối đầu với phán đoán của một nhóm lớn, họ có xu hướng thay đổi những câu trả lời của họ. Họ đơn giản nghĩ rằng tất cả những người khác có thể không sai. Họ phản ứng với thông tin mà nhóm lớn đã có phán đoán khác với họ. Đây là hành vi có ý thức. Trong cuộc sống mỗi ngày, chúng ta học rằng khi một nhóm lớn nhất trí trong phán đoán họ thì chắc chắn đúng (Shiller, 2000).

Hành vi bầy đàn có lẽ được nhận diện trên hầu hết thị trường tài chính trong một hoàn cảnh tâm lý. Hành vi bầy đàn có thể đóng một vai trò trong việc tạo ra đầu cơ bong bóng bởi vì có một xu hướng để quan sát người thắng rất gần, đặc biệt biểu hiện tốt lặp đi lặp lại vài lần. Nó có vẻ hợp lý khi làm sự phân biệt giữa tự nguyện và bắt buộc hành vi bầy đàn. Nhiều người chơi trên thị trường tài chính có lẽ nghĩ rằng tiền tệ hay chứng khoán không được định giá đúng, nhưng họ kìm lại hành động trái ngược. Những người này có lẽ đơn giản cảm thấy rằng nó vô nghĩa khi đấu tranh với bầy đàn. Đây là một ví dụ của hành vi bầy đàn vững chắc. Họ theo sau đàn không tự nguyện nhưng để tránh bị giẫm chân nên vì thế họ gắn chặt theo bầy đàn.

Thậm chí có những người có lý trí có thể tham gia vào bầy đàn khi họ quan tâm tới phán đoán của người khác, và thậm chí họ biết rằng người khác cũng đang hành xử trong bầy đàn. Hành vi, mặc dù theo lý trí cá nhân, sản xuất ra nhóm hành vi mà không có lý trí hay gây ra sự dao động trong thị trường. Lý thuyết này cũng

chỉ ra rằng những nhà đầu tư trong ngắn hạn gây ảnh hưởng nhiều lên giá chứng khoán hơn những nhà đầu tư dài hạn. Những nhà đầu tư không tiếp cận với thông tin bên trong, hành xử vô ý thức theo tiếng ồn như thể họ đang nắm bắt thông tin.

Một yếu tố quan trọng nữa của bầy đàn là truyền miệng. Người ta, nói chung, tin tưởng bạn bè, họ hàng và đồng nghiệp hơn báo chí và truyền hình. Phương tiện truyền thông truyền thống, tivi, và radio có khả năng truyền thông tin, nhưng khả năng của chúng để tạo ra hành vi chủ động thì vẫn còn hạn chế. Nói với người khác và các loại giao tiếp khác nữa là trong số những kết nối xã hội quan trọng mà con người có. Vì thế thông tin về cơ hội mua sẽ lan truyền nhanh chóng. Trong một nghiên cứu, những nhà đầu tư cá nhân được hỏi là cái gì cuốn hút họ đầu tiên khi họ đầu tư vào một công ty. Chỉ 6% trả lời là báo chí và thời gian. Thậm chí nếu một người nào đó đọc nhiều, sự quan tâm và hành động cũng dường như bị kích thích bởi sự giao tiếp lẫn nhau.

Khái niệm về mức độ của giá thị trường phản ánh kết quả của việc đánh giá của nhà đầu tư cá nhân và kết quả là giá trị thật sự của thị trường thì không chính xác. Mọi người có thể thay vì chọn một cách có ý thức không tốn thời gian và nỗ lực trong việc thực hiện những phán đoán của họ về thị trường và vì thế không sử dụng bất kỳ tác động độc lập nào trên thị trường, điều này có thể dẫn tới hành vi bầy đàn và hành xử giống như nguồn thông tin để định giá trên hay dưới của thị trường chứng khoán.

1.1.3.8 Quá tự tin và phản ứng thái quá hay bi quan

Mọi người có vẻ thái quá tài năng của họ và phán đoán tính hợp lý của kết quả xấu thông qua những gì họ không thể điều chỉnh được gọi là sự quá tự tin. Sự kết hợp của quá tự tin và bi quan gây cho con người đánh giá thái quá mức độ tin cậy về kiến thức của họ, đánh giá quá thấp rủi ro và đánh giá quá cao khả năng điều chỉnh những sự kiện, mà dẫn tới khối lượng giao dịch lớn và gây ra đầu cơ bong bóng. Sự cả tin thái quá mà một người có càng lớn, rủi ro càng cao. Điều này áp dụng, đặc biệt, để xác định nơi người ta không được thông báo đầy đủ. Tự điều

chính luôn luôn không gắn với kiến thức thật sự. Một điều ngạc nhiên là có mối quan hệ giữa quá cả tin và thỏa mãn.

De Bondt and Thaler (1985) chỉ ra rằng người ta có xu hướng hành động thái quá đối với sự kiện tin tức gây xúc động và không mong đợi. Nhất trí với phán đoán của lý thuyết hành động thái quá, danh mục của những người bị thua lỗ trước thì tìm thấy tốt hơn những người thắng trước. Quá cả tin dường như liên quan tới vài hiện tượng tâm lý. Ross (1987) tranh cãi rằng quá nhiều sự cả tin thì liên quan tới khó khăn lớn hơn trong việc tạo ra khoản đủ đối với sự không chắc chắn trong quan điểm của chính bản thân người đó.

Nghiên cứu gần đây cho thấy phản ứng ít của giá chứng khoán đối với tin tức như là thông báo lợi nhuận, và phản ứng thái quá của giá chứng khoán đối với hàng loạt tin tốt hay xấu. Bằng chứng của hành động ít phản ứng chỉ ra rằng thông qua giai đoạn một tới mười hai tháng, giá chứng khoán ít phản ứng với thông tin. Kết quả là, thông tin kết hợp chậm trong giá, mà có xu hướng trình bày mối liên hệ dương thông qua giai đoạn này. Chúng ta có thể nói rằng tin tức tốt hiện thời có ảnh hưởng lớn trong việc dự đoán lợi nhuận dương trong tương lai. Bằng chứng hành vi thái quá chỉ ra rằng qua giai đoạn dài hạn từ 3 đến 5 năm, giá chứng khoán phản ứng thái quá đối với mẫu liên quan của việc chỉ ra thông tin trong cách tương tự. Thật vậy, chứng khoán mà ghi nhận thông tin tốt có xu hướng được định giá quá cao và có tỷ suất lợi nhuận trung bình thấp sau đó. Bằng chứng phản ứng chậm nói riêng thì liên quan tới tính bảo thủ. Tính bảo thủ liên quan tới hiện tượng mà theo đó con người nghi ngờ thông tin mới và đưa quá nhiều khả năng trước đó của sự kiện trong tình huống được cho trước. Edwards (1968) kết luận rằng “nó lấy bất kỳ từ hai đến năm quan sát để làm một quan sát có giá trị trong việc tạo ra chủ thể để thay đổi ý kiến của anh ta”. Theo nguyên tắc này, con người chậm thay đổi ý kiến của họ. Đối với lý do này, nó mất một ít thời gian trước khi nhà đầu tư bắt đầu kết luận rằng một xu hướng sẽ tiếp tục, chẳng hạn như giá tăng gắn với đầu cơ bong bóng. Thêm vào đó, phản ứng ít hay thái quá là một trong những nguyên nhân của xu hướng, động lực và theo thời thượng.

Rõ ràng những nhà đầu tư cảm thấy rằng họ có lí do đầu cơ để kinh doanh thường xuyên (trade), và rõ ràng điều này phải làm với một xu hướng cho mỗi cá nhân để có niềm tin rằng anh ta hay cô ta nhận nhiều hơn niềm tin của những người khác (Shiller, 1998). Nó như thể là hầu hết mọi người nghĩ rằng họ đang ở trên mức trung bình. Shiller (1987) quan sát trong một cuộc khảo sát biến động của thị trường, một sự tự tin cao đáng ngạc nhiên giữa những nhà đầu tư trong cảm giác trực giác về hướng mà thị trường sẽ đi sau sự sụp đổ. Vì thế sự thái quá sẽ giải thích hành động thái quá của thị trường cùng với sự biến động thái quá và giá tài sản đầu cơ. Nó giải thích lí do tại sao những nhà đầu tư chuyên nghiệp giữ những danh mục được quản trị năng động với dự định có thể chọn ra những cái thắng và tại sao quỹ lương hưu thuê những nhà quản lý năng động. Khối lượng giao dịch lớn và việc theo đuổi chiến lược đầu tư chủ động dường như không nhất trí với kiến thức chung của hành vi của một tác nhân kinh tế.

1.1.3.9 Sự tham khảo (Anchoring)

Sự tham khảo là quá trình ra quyết định mà những định lượng được yêu cầu và là nơi mà những định lượng này bị ảnh hưởng bởi các lời khuyên. Trong tâm trí mỗi người, đều có vài điểm tham chiếu (điểm neo), ví dụ là giá cổ phiếu trước đây. Khi có được các thông tin mới họ sẽ điều chỉnh điểm tham chiếu cũ này một cách bị động đến nơi mà thông tin mới yêu cầu. Trong sự thiếu vắng của thông tin tốt hơn, giá chứng khoán quá khứ có lẽ là yếu tố quyết định quan trọng của giá chứng khoán hôm nay. Vì thế, Anchor (điểm tham khảo) là giá được ghi nhớ gần đây nhất. Xu hướng của nhà đầu tư là sử dụng điểm tham khảo này để thúc ép sự giống nhau của giá chứng khoán từ một ngày tới ngày kế tiếp. Đối với những chứng khoán riêng lẻ, xu hướng thay đổi giá có lẽ gắn với việc tham khảo từ giá chứng khoán khác, và tỉ lệ P/E có lẽ được tham khảo từ mức độ P/E của những công ty khác. Loại bắt chước này có lẽ giải thích tại sao giá chứng khoán thay đổi cùng chiều, và tại sao chỉ số giá dao động như thế - tại sao những chứng khoán ngang trung bình có sẵn trong việc xây dựng chỉ số chứng khoán không ngăn cản mạnh mẽ sự bất ổn của thị trường. Nó cũng giải thích tại sao những công ty khác ngành nhưng được dẫn đầu

trong cùng quốc gia có xu hướng dao động cùng chiều hơn những chứng khoán cùng ngành nhưng được dẫn dắt ở những quốc gia khác nhau, điều này trái với mong đợi của một người cho rằng ngành sẽ định nghĩa cơ bản của công ty tốt hơn vị trí của công ty mẹ của nó.

Thuật ngữ Anchoring xuất hiện liên quan tới “giá kết dính” mà thường được nói bởi nhà kinh tế vĩ mô. Ngay khi giá quá khứ được sử dụng như là lời đề nghị tham khảo cho giá hiện tại, giá mới sẽ có xu hướng gần với giá quá khứ. Giá trị của hàng hóa càng không rõ ràng, công cụ tham khảo sẽ càng quan trọng. Sự tham khảo (Anchoring) sẽ là công cụ quyết định giá quan trọng. (Shiller, 1998)

1.2. Lý thuyết hành vi đầu cơ (Đầu cơ bong bóng)

Đầu cơ bong bóng có thể được mô tả như là một tình huống trong đó giá cao tạm thời được giữ vững bởi sự nhiệt tình của nhà đầu tư hơn là sự dự đoán nhất quán của giá trị thực. Sự cần thiết của đầu cơ bong bóng là một loại của phản ứng, từ việc giá cao tới sự nhiệt tình của nhà đầu tư tăng, tới nhu cầu tăng, và vì thế giá sau sẽ tăng. Theo viễn cảnh mong đợi hợp lý của lý thuyết phản ứng, sự phản hồi xảy ra bởi vì giá trước tăng tạo ra sự mong đợi giá sau sẽ tăng. Theo mô hình thay thế, sự phản hồi xảy ra như là kết quả niềm tin của nhà đầu tư tăng để phản hồi với sự tăng của giá quá khứ. Bong bóng đầu cơ không thể chống đỡ một cách không xác định. Giá không thể tăng mãi mãi và khi sự tăng giá kết thúc, nhu cầu mà khi giá tăng tạo ra kết thúc. Một sự phản hồi giảm có lẽ thay thế sự phản hồi tăng.

Đầu cơ bong bóng tài chính là những ví dụ cơ bản của thị trường mà không luôn luôn hoạt động một cách hiệu quả. Mặc dù bằng chứng rõ ràng rằng thị trường chứng khoán thì hiệu quả cao, điều này có nghĩa là một người không thể kiếm được lợi nhuận vượt trội bằng cách giao dịch mua bán theo thông tin có sẵn trên thị trường, có nhiều nghiên cứu về lợi nhuận bất thường dài hạn trên thị trường chứng khoán mà dường như gắn với lý thuyết thị trường hiệu quả.

1.2.1 Các tiền nghiên cứu

Nhiều nghiên cứu đã được tiến hành nhằm giải thích bong bóng đầu cơ. Liu và Song (2001) cho rằng các nhà phân tích tài chính nói chung đã quá lạc quan về

chứng khoán IT trước sự sụp đổ của thị trường vào tháng 3 năm 2000. Họ cũng cho rằng lợi nhuận dự kiến trước vụ sụp đổ thì kém hợp lý và vì thế hành vi hành vi của các nhà phân tích chịu một phần trách nhiệm cho hiện tượng bong bóng đầu cơ. Một nghiên cứu (Cooper et al., 2001) cho thấy một mẫu gồm 95 hãng rất nhỏ đã thay đổi tên cũng như tên miền Internet của họ, lãi suất bất thường bình quân trong 10 ngày quanh vụ việc là 74%. Họ tranh cãi rằng bằng chứng của họ phù hợp với sự bất thường của các nhà đầu tư (các nhà đầu tư dường như háo hức để tham gia vào thị trường Internet bằng mọi giá. Hand (2000) cho thấy rằng giá trị của chứng khoán IT có quan hệ mật thiết với biến “cung và cầu” như là một dạng của lãi suất ngắn hạn, phần trăm của chứng khoán được giữ bởi các tổ chức, và trôi nổi ngoài thị trường hay số cổ phần không được nắm giữ bởi nội bộ công ty. Ông diễn giải chứng cứ của mình để hỗ trợ thêm cho tuyên bố giá cổ phiếu IT có thể không được xác định một cách hợp lý. Một nghiên cứu khác (McNichols et al., 1997) chỉ ra rằng các nhà phân tích có xu hướng thêm vào các hãng mà họ thích và loại ra các hãng mà họ không thích trong danh sách các công ty. Họ diễn giải các chứng cứ (các mẫu) của họ bằng cách phân tích như là một lời lý giải thiên vị cho hiện tượng quan sát thông thường mà qua đó các lợi nhuận dự báo thường rất lạc quan.

Shiller (1987) nghiên cứu hành vi của các nhà đầu tư trong mối liên hệ với vụ sụp đổ thị trường chứng khoán vào tháng 10 năm 1987. Bản khảo sát của ông cho thấy trong số những người khác thì nhiều nhà đầu tư nghĩ rằng họ có thể tiên đoán thị trường và rằng cả người mua và người bán đều nghĩ rằng thị trường đã vượt giá trị trước vụ sụp đổ. Hầu hết các nhà đầu tư cho rằng vụ sụp đổ xảy ra là do tâm lý của các nhà đầu tư khác. Fama (1997) tranh luận chống lại các chứng cứ mới về những bất thường của thị trường. Ông tuyên bố rằng những bất thường này là những kết quả cơ hội và rằng sự phản ứng thái quá rõ ràng về thông tin giá cả chứng khoán cũng bình thường như phản ứng bị động, nó phù hợp với giả thuyết thị trường hiệu quả.

1.2.2 Những yếu tố giúp giải thích bong bóng đầu cơ

Có nhiều nhân tố có thể giúp giải thích bong bóng đầu cơ. Yếu tố cấu trúc (xây dựng) như là công nghệ và địa lý, tuy nằm ngoài thị trường nhưng lại định hình hành vi thị trường. Yếu tố văn hóa cũng bao gồm những nhân tố tiếp sức thêm cho bong bóng đầu cơ, như là các hiện tượng kinh tế mới. Cuối cùng, yếu tố tâm lý đóng góp vào việc định rõ và giải thích bong bóng đầu cơ. Những yếu tố này được minh họa trong 3 danh mục sau:

Yếu tố cấu trúc bao gồm sự xuất hiện những vấn đề mới như công nghệ thông tin hay sự mở rộng trong phương tiện báo cáo của tin tức kinh doanh, sự tăng trưởng của các quỹ cộng đồng và sự xuất hiện của lợi tức quỹ hưu (Premiepensionsvalet) hay là những vấn đề liên quan đến kinh tế như là lạm phát và hiệu ứng của ảo tưởng tiền (Effects of Money Illusion) giảm.

Yếu tố văn hóa là truyền thông đa phương tiện hay sự xuất hiện vấn đề kinh tế mới và mọi người đã biết quan tâm của đến thị trường.

Yếu tố tâm lý phản ánh cảm xúc và kinh nghiệm bản thân của con người.

1.3 Điều kiện để lý thuyết tài chính hành vi tồn tại

Các mô hình được đề xuất bởi lý thuyết tài chính hành vi sẽ có thể đúng nếu trên thị trường tồn tại một trong ba điều kiện cơ bản sau. Nếu cả ba đều tồn tại, lý thuyết tài chính hành vi dự báo rằng việc định giá sai không những là tồn tại, mà còn là rất đáng kể (lớn hoặc đến mức nghiêm trọng) và kéo dài. Ba điều kiện đó bao gồm:

- Tồn tại hành vi không hợp lý.
- Hành vi bất hợp lý mang tính hệ thống.
- Giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá trên thị trường tài chính.

1.3.1 Hành vi không hợp lý

Các nhà đầu tư sẽ có hành vi không hợp lý khi họ không phân tích và xử lý “đúng” những thông tin mà họ có (và thị trường cung cấp), từ đó dẫn đến những kỳ vọng lệch lạc về tương lai của cổ phiếu mà họ đầu tư vào. Ngoài ra, trong một số trường hợp, dựa trên kinh nghiệm hay nhận thức sẵn có, họ cũng mắc phải những “lệch lạc trong nhận thức” (cognitive biases). Những nghiên cứu về các hành vi

không hợp lý tiêu biểu trong thị trường tài chính là kết hợp giữa tâm lý học, mà chủ yếu là trường phái tâm lý nhận thức (cognitive psychology) với trường phái tâm lý hành vi (behavioral psychology).

1.3.2 Hành vi không hợp lý mang tính hệ thống

Nếu chỉ một nhà đầu tư đơn lẻ có hành vi không hợp lý, thì ảnh hưởng của giao dịch của nhà đầu tư này lên giá cổ phiếu trên thị trường là không đáng kể (cho dù là một tổ chức đầu tư lớn thì ảnh hưởng cũng rất hạn chế nếu chỉ đơn độc một mình). Chỉ khi hành vi không hợp lý là mang tính hệ thống (nghĩa là một nhóm nhiều nhà đầu tư cùng có một hành vi không hợp lý như nhau) thì khi ấy việc định giá sai sẽ xuất hiện và có thể bắt đầu kéo dài. Lý thuyết tài chính hành vi cho rằng tính lệch lạc (bất hợp lý) trong hành vi là khá phổ biến đối với nhiều nhà đầu tư, và do đó, nó tạo thành một dạng như chúng ta thường gọi là “hiệu ứng bầy đàn”, khiến cho giá một số cổ phiếu không phản ánh giá trị “thực” (hay “hợp lý”) của chúng. Như vậy, “hiệu ứng bầy đàn” là không tốt cho thị trường trong trường hợp chúng ta xem hiệu ứng bầy đàn là tất cả đều hành động theo một mẫu hình hành vi lệch lạc, không hợp lý, thấy ai làm sao thì làm vậy.

1.3.3 Giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá trên thị trường tài chính

Lý thuyết thị trường hiệu quả tin rằng nếu tồn tại định giá sai thì sẽ tồn tại cơ hội để kinh doanh chênh lệch giá thu lợi nhuận, và chính hành vi kinh doanh chênh lệch giá sẽ điều chỉnh giá trên thị trường về cân bằng. Nhưng nếu tồn tại định giá sai, mà lại không thể thực hiện kinh doanh chênh lệch giá để tận dụng các khoản lợi nhuận này thì như thế nào? Và tại sao lại không thể thực hiện kinh doanh chênh lệch giá khi có định giá sai?

Một giải thích được chấp nhận rộng rãi trong trường phái tài chính hành vi là có 2 dạng định giá sai: một dạng là thường xuyên xảy ra và có thể kinh doanh chênh lệch giá được, một dạng là không thường xuyên xảy ra, kéo dài và không thể kinh doanh chênh lệch giá được (nói một cách khác, khó mà xác định được khi nào mức định giá sai đã đạt tới giới hạn trên hay dưới và điều chỉnh lại). Nếu tham gia “chỉnh sửa” kiểu định giá sai dạng 2 thì rất dễ rơi vào trạng thái “tiền mất, tật mang”, mà điển hình là bài học nổi tiếng của LTCM kinh doanh chênh lệch giá của Royal Dutch và Shell và bị thua lỗ, nhưng ngay sau khi họ thua lỗ không bao lâu thì giá 2 cổ phiếu này điều chỉnh lại đúng như dự đoán của họ! Đây là ví dụ cho thấy thực tế

định giá sai có thể kéo dài rất lâu, và kiểu nhà đầu tư hợp lý như LTCM (được quản lý bởi những người đoạt giải Nobel và rất thành công trong 4 năm trước thương vụ này) tham gia sửa chữa sai lầm này thì sẽ thất bại.

Barberis và Thales (2003) chỉ ra rằng kinh doanh chênh lệch giá không thể xảy ra vì có những tài sản về lý thuyết là có tính thay thế lẫn nhau hoàn hảo và có thể kinh doanh chênh lệch giá 2 tài sản đó, nhưng thực tế thì không như vậy, do đó tạo ra rủi ro tăng thêm cho hoạt động kinh doanh chênh lệch giá (vốn được xem là rủi ro thấp đến mức phi rủi ro). Ngoài ra, chi phí thực hiện các chiến lược hưởng chênh lệch giá và sự tồn tại của các giao dịch của những nhà đầu tư không hợp lý (gọi là noise trading) cũng ngăn cản điều này. Chính vì vậy, chúng ta đã từng thấy trong lịch sử nhiều vụ bong bóng giá ở Nhật (thập niên 1980), Đài Loan (1990), cổ phiếu công nghệ truyền thông của Mỹ (1999-2000), rồi gần đây là chứng khoán Trung Quốc và Việt Nam cũng bị xem là “quá nóng”. Tuy nhiên, rõ ràng không hề có những điều chỉnh tức thời như người ta kỳ vọng, mà những vụ bong bóng này kéo dài nhiều năm (nhất là ở các nước châu Á đang phát triển). Đây là dấu hiệu của giới hạn khả năng kinh doanh chênh lệch giá.

Kết luận chương I

Như vậy, thật khó để không nghĩ rằng thị trường chứng khoán giống như con người: Nó cũng có những tâm trạng thay đổi thất thường từ nhạy cảm đến lạnh lùng. Nó có thể cũng phản ứng một cách vội vã để rồi phải trả giá ngay liền sau đó. Hầu hết chúng ta vẫn tin rằng tài chính là lĩnh vực của những suy nghĩ định lượng và rõ ràng. Sự thật thì các nhà đầu tư không phải luôn luôn hành động một cách sáng suốt và khôn ngoan như mong đợi. Thị trường chứng khoán được xem là một nhóm các nhà đầu tư không có tổ chức với một mục đích chung duy nhất là nhằm nắm bắt xu hướng tương lai của thị trường để từ đó có quyết định kinh doanh đúng đắn nhằm thu được lợi nhuận. Tuy nhiên, một điều quan trọng cần phải nhận ra là nhóm đông đó được hình thành bởi nhiều nhà đầu tư cá nhân khác nhau, mỗi nhà đầu tư lại thiên về các cảm xúc trái ngược nhau. Lạc quan có, bi quan có, hy vọng có, lo lắng có— tất cả mọi cảm giác đều có thể tồn tại trong cùng một nhà đầu tư tại

các thời điểm khác nhau hoặc trong vài nhà đầu tư hoặc một nhóm nhà đầu tư tại cùng một thời điểm. Lý thuyết tài chính hành vi nhìn chung không phải là một trường phái tài chính chính thống (mặc dù thường bị các nhà nghiên cứu thuộc trường phái thị trường hiệu quả, dẫn đầu là Fama đả kích). Lý thuyết này 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 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.

Và một lần nữa chúng ta lại khẳng định rằng những lý thuyết tài chính hiện đại cũng như những phân tích kỹ thuật hay phân tích cơ bản không thể dùng để giải thích cho những biểu hiện trên thị trường chứng khoán mà chúng ta chỉ có thể giải thích cho những biểu hiện đó bằng việc kết hợp lý thuyết tài chính với những môn khoa học tâm lý khác mà chúng ta gọi là tâm lý học hành vi.

CHƯƠNG 2: NGHIÊN CỨU TÂM LÝ HÀNH VI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.1 Thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ đầu năm 2007 đến nay

Nói rất nhiều về hành vi, về cảm xúc cũng chỉ muốn đưa đến một cơ sở lý luận mới để tiếp cận thị trường chứng khoán Việt Nam, nhìn nhận lại “tâm lý bầy đàn” cũng như giúp ích phần nào cho nhà đầu tư trong giai đoạn hiện nay. Một chân lý hiển nhiên quen thuộc là vào bất kỳ thời điểm nào, các thị trường tài chính luôn luôn bị chi phối bởi lòng tham và sự sợ hãi. Những thị trường mạnh nhất là những thị trường nhộn nhịp bởi đồng thời có cả lòng tham lẫn sự sợ hãi. Nói rõ hơn, bất cứ khi nào bạn bán cổ phiếu thì người mua nó cũng sẽ nghĩ khác về những triển vọng tương lai của cổ phiếu đó. Bạn nghĩ nó sẽ giảm, người mua nghĩ nó sẽ lên. Hoặc bạn hoặc người mua sẽ đứng nhưng chắc chắn chỉ thông qua sự tương tác của những thái độ khác nhau như vậy thì thị trường mới nhộn nhịp đông kẻ mua- nhiều người bán. Sự sôi động của thị trường chứng khoán Việt Nam thời gian qua cũng đã phản ánh phần nào chân lý ấy.

Thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2006 có mức tăng trưởng cao nhất khu vực Châu Á- Thái Bình Dương với 145% , thậm chí đứng trên thị trường chứng khoán của Thượng Hải với mức tăng 130%. Và đầu năm 2007 vẫn đang tăng 46% - cao nhất trên thế giới. Thị trường tăng mãnh liệt đã gây sốc cho không ít nhà đầu tư trong nước và các chuyên gia chứng khoán kể cả những nhà quản lý thị trường. Kéo theo đó sự lo sợ nguy cơ hình thành bong bóng trên thị trường chứng khoán đã là đề tài gây tranh cãi trên thị trường. Chúng ta hãy xem xét thử xem diễn biến của thị trường chứng khoán ở giai đoạn gọi là “nóng nhất”, *kể từ khi gia nhập WTO, với những biến động hết sức bất ngờ mà ngay cả các nhà nghiên cứu thị trường cũng không thể nào đoán trước được.*

2.1.1 Thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn bong bóng đầu cơ

Năm 2007 được xem là mốc đánh dấu bước phát triển mạnh mẽ nhất của thị trường chứng khoán Việt Nam. Giai đoạn này thị trường chứng khoán chia làm hai giai đoạn chính:



Hình 2.1: Tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2007

Đầu năm 2007 đến giữa năm 2007: thị trường tăng trưởng nhanh và là một trong những thị trường tài chính mới nổi có tình hình chứng khoán nóng và đã xuất hiện tượng “khát chứng khoán” và hiện tượng “nổi bong bóng” khiến cho một số chuyên gia lo ngại sẽ có hiện tượng đảo chiều dòng vốn. Họ thậm chí đã nghĩ đến biện pháp kiểm soát vốn. “Quá nóng” là từ mà các chuyên gia nhận định về thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2007, chỉ số P/E lên tới 38-40 trong khi thông thường chỉ ở mức 15-17 lần. Tại sao thị trường chứng khoán lại nóng như vậy?

Trên thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư ngoại gọi thị trường Việt Nam là “Second China” ở châu Á và nhận xét đây là điểm sáng về đầu tư. Thị trường chứng khoán Việt Nam được đánh giá là thành công, với mức tăng trưởng chỉ số VN-Index là 23.3% và HASTC Index là 33.2% so với năm 2006. Tổng giá trị vốn hàng hóa thị trường (cả hai sàn HOSE và HASTC, chưa tính đến trái phiếu) đã đạt trên 43% so với GDP, vượt xa mức so với mục tiêu của nhà nước đặt ra là tới năm 2010,

vốn hóa thị trường chiếm 35%. Hơn 330.000 tài khoản đã được mở ra so với hơn 130.000 tài khoản trong năm ngoái. Điều này thể hiện mức độ quan tâm của công chúng đầu tư lên thị trường chứng khoán ngày càng lớn. Số lượng tài khoản giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài gần 7900 tài khoản (5400 tài khoản cá nhân và 500 tài khoản tổ chức) tăng gấp 3 lần so với năm 2006. Nhà đầu tư nước ngoài hiện đang nắm giữ từ 25-30% cổ phần của các doanh nghiệp niêm yết và chiếm khoảng 18% giao dịch toàn thị trường. Giá trị danh mục đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chính thức ước khoảng 7.6 tỷ USD (nếu tính cả thị trường không chính thức con số này đạt 20 tỷ USD) tăng gấp 3 lần so với năm 2006.

Nhìn lại vào đầu năm 2007, thị trường thật sự đã trở nên quá "nóng". Dồn dập những nhà đầu tư mới đã tham gia thị trường với một niềm tin rằng sẽ thu được lợi nhuận "không lồ", đến mức trên nhiều sàn giao dịch của các công ty chứng khoán (*vốn bấy lâu vắng khách*) vào lúc đó cũng trở nên quá tải. Đỉnh điểm của sự "kỳ vọng" là VN-Index đã lên đến 1.170,67 điểm vào ngày ngày 12-3-2007 - mức kỷ lục cho đến tận hôm nay, tăng hơn 55% so với phiên cuối cùng của năm 2006 (VN-Index ở mức 751,77 điểm vào ngày 29-12-2006).

Liệu năm 2008 có lặp lại kịch bản hay không, chứ còn vào thời điểm tràn đầy sự hăm hở của nhà đầu tư vào lúc ấy, 90% công ty niêm yết đã tranh thủ "thời cơ" để huy động vốn.

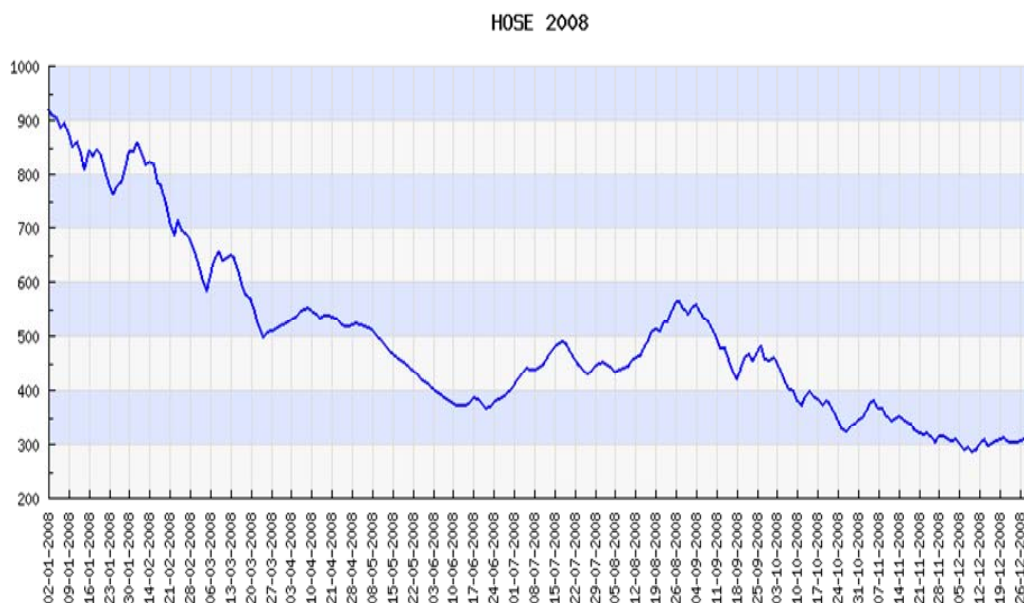
Điều đáng nói ở đây, sự phát triển quá nóng của thị trường chứng khoán không chỉ làm tốn giấy mực của báo chí trong nước mà còn thu hút mạnh mẽ sự quan tâm của các báo giới nước ngoài. Thời gian trước và sau Tết, không ngày nào mà hai từ Việt Nam không xuất hiện trên mặt báo cùng với tin tức về thị trường chứng khoán. Phòng thương mại Mỹ tại Việt Nam (AMCHAM) đăng tải trên website của họ bài viết "thị trường chứng khoán Việt Nam thăng hoa thiếu cơ sở". Thời báo Tài Chính Anh (Financial Times) dẫn lời các nhà quản lý tài chính nước ngoài cảnh báo thị trường chứng khoán TP.HCM đang rơi vào tình trạng quá nóng và vượt quá giá trị thật. Thậm chí tuần báo Wall Street Journal – tuần báo có uy tín vào hạng bậc nhất trên thế giới cũng có bài bình luận về Thị trường chứng khoán Việt Nam với tựa

"Saigon' Miss". Đáng chú ý là IMF cũng đã gửi bản khuyến cáo đến chính phủ Việt Nam về sự bùng nổ của TTCK.

Rất nhiều lý do được đưa ra để giải thích cho sự phát triển quá nóng của Thị trường chứng khoán Việt Nam. Nhà đầu tư trong nước đổ lỗi cho nhà đầu tư nước ngoài, nhà đầu tư nước ngoài đổ lỗi cho sự "điên cuồng" của nhà đầu tư trong nước. Tuy nhiên quy chung lại phần lớn đồng tình cho rằng nguyên nhân chính là do tâm lý đầu tư bầy đàn, đầu tư theo phong trào của các nhà đầu tư trong nước- thiếu kiến thức cũng như không có kỳ vọng riêng. Và chơi chứng khoán trong thời gian vừa qua đã được báo chí nói tới như một thứ "mốt", một "phong trào" lan truyền nhanh hơn bất cứ dịch bệnh nào, trên khắp cả nước.

2.1.2 Thực trạng thị trường sau "bong bóng đầu cơ"

Và rồi, thị trường đi xuống. Bên cạnh thị trường tất yếu điều chỉnh sau một thời gian đi lên, việc "nhà nhà" đồng loạt phát hành thêm cổ phiếu đã pha loãng giá. Cùng với diễn biến này, còn có thêm hàng loạt các công ty lần lượt lên sàn, đặc biệt dồn dập vào cuối năm, đã dẫn đến tình trạng cung vượt quá cầu. Từ những nguyên nhân trên đã làm cho thị trường chứng khoán tụt dốc liên tục. Chỉ số VnIndex từ 1.170 điểm (12/3/2007) xuống còn 883 điểm (06/8/2007) chỉ số HASTC từ trên 450 điểm (09/3/2007) xuống còn 254,3 điểm (06/8/2007). Thị trường chứng khoán TPHCM kết thúc phiên cuối cùng của năm 2007 với chỉ số chứng khoán VN-Index dừng lại ở 927,02 điểm. Con số này thực ra cũng đã ghi nhận thị trường có một bước tăng trưởng so với cuối năm 2006 với mức tăng 25%. Tuy nhiên, những tác động về mặt chính sách, nguồn vốn, cung cầu... và đi kèm theo đó là những cơn "nóng, lạnh" của thị trường đã không khỏi làm những nhà đầu tư lo ngại. Nhiều nhà đầu tư kỳ vọng thị trường chứng khoán sẽ bước vào năm mới 2008 với một tư thế lạc quan hơn, bỏ lại sự trầm lắng đè nặng thị trường trong những tháng cuối cùng của năm qua.



Hình 2.2: Tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2008

Trong quý I, VN-Index có 9 phiên giảm điểm liên tục từ ngày 14/3/2008 đến ngày 26/3/2008 cùng với khối lượng giao dịch cũng giảm làm cho VN index mất 26,1% điểm so với ngày 14/3/2008. Trong khi trong quý I, VN-Index mất 43,9% điểm so với đầu năm (921,07 từ ngày 2/1/2008). Đáy của quý I là 496,64 điểm vào ngày 25/3/2008. Trong quý 2 cả khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch đều giảm và là quý có tính thanh khoản kém nhất trong năm (bình quân mỗi phiên giao dịch với khối lượng 5.942.920 cổ phiếu). Cũng trong quý này VN-Index có 25 phiên giảm điểm liên tục từ 5/5/2008 đến 11/6/2008 với 28,9% điểm bị mất so với 5/5/2008 trong khi cuối quý giảm 23,5% so với đầu quý. Đáy của quý 2 là 366,02 điểm vào ngày 20/6/2008. Quý 3, VN-Index có tính thanh khoản cao nhất trong năm với khối lượng giao dịch bình quân là 17.486.971 cổ phiếu. Trong quý 3, VN-Index thiết lập đỉnh trong 10 phiên tăng điểm liên tục với mức giá đóng cửa là 561,85 vào ngày 27/8/2008. Đáy của VN-Index trong quý 3 với mức giá đóng cửa là 409,61 điểm vào ngày 1/7/2008. Trong 10 phiên tăng điểm liên tục đã giúp VN-Index tăng 18,08% so với ngày 5/8/2008. Quý 4, VN-Index với xu hướng tiếp tục giảm điểm với đáy là 286.85 vào ngày 10/12/2008 và đây cũng là mức đáy của năm 2008. Đáy của quý này giảm 29,97% so với đáy của quý 3 và giảm 21,63% so với

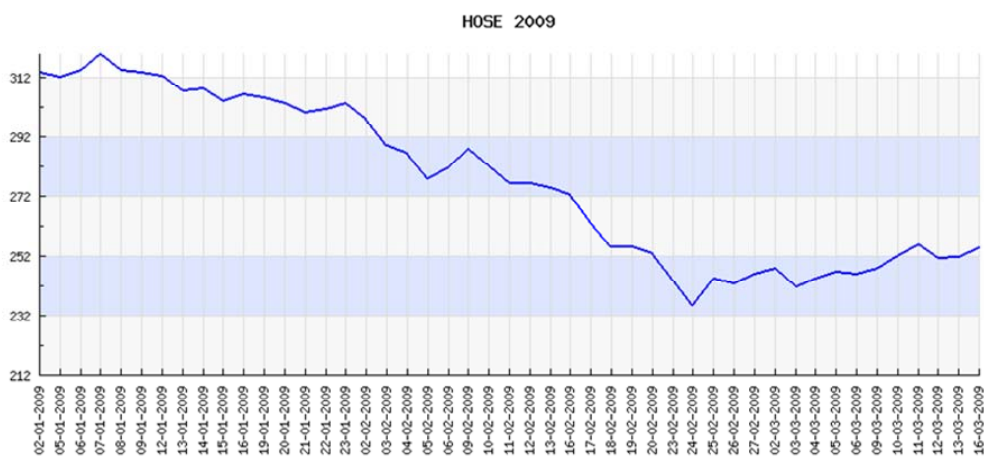
đáy của quý 2. VN-Index đóng cửa vào ngày 31/12/2008 là 315,62 điểm giảm 73,04% so với đỉnh của VN-Index (giá đóng cửa ngày 12/3/2007 với 1170,67 điểm và giảm 65,73% so với ngày đầu năm 2008.

Theo HSBC cho rằng, năm 2008 thị trường Việt Nam “tệ” nhất Châu Á. Thị trường chứng khoán Việt Nam đang ngày càng trở nên nhỏ bé và không còn được giới đầu tư nước ngoài quan tâm nhiều như trước đây. Năm 2008, tính theo USD, VN-Index sụt mất 69%, mức giảm tồi tệ nhất trong số các thị trường chứng khoán ở châu Á. Chỉ số MSCI của thị trường chứng khoán châu Á, trừ Nhật Bản, chỉ giảm có 53% trong năm qua. Trong 6 tuần cuối năm, các thị trường thuộc chỉ số MSCI châu Á - trừ Nhật - phục hồi 23%, trong khi đó, thị trường chứng khoán Việt Nam giảm 6%.

Các chuyên gia thực hiện báo cáo nhận định, thị trường chứng khoán Việt Nam đã ra khỏi tầm ngắm của nhiều nhà đầu tư tổ chức của nước ngoài. Hiện không có một doanh nghiệp nào niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có giá trị vốn hóa trên 1 tỷ USD mà các nhà đầu tư nước ngoài còn có thể mua thêm cổ phiếu.

Vậy liệu trong năm 2009, thị trường chứng khoán Việt Nam có thể vực dậy được không? Đây là một câu hỏi mà rất nhiều người muốn biết.

Phiên giao dịch đầu tiên của thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2009 đã diễn ra trong sự ngập ngừng và giá trị khớp lệnh thấp kỷ lục kể từ giữa tháng 7/2008 đến nay.



Hình 2.3: Tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2009

Thị trường chứng khoán năm 2009 mở đầu với một phiên giao dịch có thể coi là tẻ nhạt khi rất ít nhà đầu tư tham gia giao dịch. Tổng giá trị khớp lệnh sàn HOSE chỉ đạt 115,5 tỷ đồng và sàn HASTC đạt 62,5 tỷ đồng. VN-Index chào năm mới với mức 313,34 điểm, giảm 2,28 điểm; HASTC-Index giảm 0,65 điểm xuống mức 104,47 điểm.

Thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu tháng 2/2009 với những nỗ lực khá lớn của Chính phủ như giảm 50% thuế VAT cho nhiều ngành hàng, hỗ trợ 4% lãi suất cho doanh nghiệp từ gói hỗ trợ 17.000 tỷ đồng, lãi suất cơ bản giảm từ 8,5% xuống 7%... khiến các ngân hàng thương mại đồng loạt giảm lãi suất cho vay. Một số ngân hàng lớn đã hạ lãi suất cho vay xuống 8%. Nếu tính cả phần hỗ trợ 4% của Nhà nước thì doanh nghiệp vay vốn từ 1/2/2009 đến 31/12/2009 chỉ phải trả lãi suất 4%/năm. Hiện nay nhiều ngân hàng vẫn tiếp tục điều chỉnh giảm lãi suất xuống với lượng vốn khả dụng hiện nay được cho là tương đối dồi dào.

Tuy nhiên, những cố gắng đó của Chính phủ diễn ra trong bối cảnh thị trường chứng khoán thế giới giảm mạnh cộng với mùa công bố báo cáo tài chính quý 4 và cả năm 2008 của các doanh nghiệp với mức sụt giảm lợi nhuận rất mạnh; những số liệu kinh tế vĩ mô trong tháng 1/2009 cho thấy viễn cảnh kinh tế Việt Nam năm 2009 hết sức khó khăn. Tuần qua đã có rất nhiều doanh nghiệp phát hành cổ phiếu công bố kết quả kinh doanh năm 2008. Trong đó, cá biệt có doanh nghiệp niêm yết lỗ tới 450 tỷ đồng. Còn lại, số doanh nghiệp thua lỗ trên thị trường chứng khoán trong năm 2008 chiếm tỷ lệ rất lớn.

Trước những tác động quá lớn từ cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, tâm lý nhà đầu tư trong nước dường như không còn chịu tác động nhiều bởi các chính sách vĩ mô vì nó chưa mang lại kết quả ngay lập tức cho doanh nghiệp. Những điều mà nhà đầu tư đang nhìn thấy trước mắt là hậu quả của cuộc khủng hoảng trên các báo cáo tài chính của các doanh nghiệp phát hành. Chính vì vậy, liên tiếp trong những ngày vừa qua trên cả hai sàn niêm yết đã có 5 lần chỉ số chứng khoán bị phá đáy. Chỉ đến phiên cuối tuần thị trường mới nhen nhóm phục hồi nhưng cũng chưa có gì đảm bảo cho một xu hướng mới. Thêm nữa, áp lực với thị trường vẫn chưa hết khi

mà đến thời điểm tháng 2 này còn rất nhiều doanh nghiệp chưa công bố báo cáo tài chính với khả năng thua lỗ vẫn còn nhiều.

Các quỹ đầu tư trong và ngoài nước hiện đang co lại danh mục, các công ty chứng khoán gặp muôn vàn khó khăn, $\frac{3}{4}$ công ty chứng khoán niêm yết đã lỗ từ 130 - 450 tỷ đồng trong năm 2008. Các doanh nghiệp niêm yết quay trở lại với công việc kinh doanh chính của mình. Tính đến thời điểm tháng 12/2008, giá trị danh mục của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam vào khoảng 4,6 tỷ USD, giảm gần 4 tỷ USD so với thời điểm đầu năm 2008 - thời điểm giá trị danh mục đầu tư lớn nhất. Đây là những yếu tố có thể khiến thị trường còn nằm trong tình trạng ảm đạm trong một thời gian dài.

Mặc dù còn nhiều khó khăn ở phía trước, nhưng những ngày đầu tháng 3 (đặc biệt là trong tuần từ 9/3 đến 13/3) với đợt tăng giá ngắn hạn đã phần nào giải tỏa tâm lý của nhà đầu tư. Thậm chí không ít người đã nghĩ đến một tương lai tươi sáng, khi VN-Index vượt qua mức 300 điểm trong thời gian tới. Kết thúc tuần giao dịch từ 09/03/2009 đến 13/03/2009, trên sàn HOSE có 4 phiên tăng, 1 phiên giảm. Đóng cửa phiên giao dịch cuối tuần, thứ Sáu ngày 13, chỉ số VN-Index dừng lại ở mức 251,44 điểm, tăng 5,74 điểm (tương đương tăng 2,34%) so với phiên cuối tuần trước. Tổng khối lượng giao dịch báo giá cả tuần đạt 69.510.140 đơn vị, tăng 71,07% so với tuần trước. Tổng giá trị giao dịch cả tuần đạt hơn 1.192 tỷ đồng, tăng 57,88%.

Cùng chung nhịp đập với người anh em phía Nam, sàn Hà Nội cũng có 4 phiên tăng và 1 phiên giảm sau một tuần giao dịch sôi động. Kết thúc phiên giao dịch ngày 13/03, chỉ số HaSTC-Index dừng lại ở mức 88,67 điểm. Nếu so với phiên cuối tuần trước, chỉ số HaSTC-Index tăng 4,08 điểm, tương đương tăng 4,82%. Tổng khối lượng giao dịch báo giá cả tuần đạt 38.621.600 đơn vị, tăng 85,60% so với tuần trước. Tổng giá trị giao dịch cả tuần đạt hơn 680,46 tỷ đồng, tăng 78,24%.

Nhìn chung, thị trường đang đi theo chiều hướng của một số cổ phiếu vừa công bố các dự báo lợi nhuận khá lạc quan trong năm 2009 hoặc các mã vừa công

bổ lợi nhuận 2 tháng đầu năm. Thời điểm đại hội đồng cổ đông đang đến gần, triển vọng lợi nhuận năm 2009 và các chỉ số tài chính cơ bản của các công ty sẽ là mối quan tâm hàng đầu của nhà đầu tư. Các luồng thông tin gần đây nhìn chung khá tốt và sẽ có ảnh hưởng tốt lên tâm lý trong ngắn hạn. Theo nhận định của nhiều chuyên gia tài chính, thị trường đang thực sự có một sự hồi phục ngắn hạn và tâm lý thị trường hiện nay đủ mạnh để tiếp tục sự khởi sắc này ít nhất là trong vài phiên tới. Mặc dù việc nhà đầu tư nước ngoài bán ra vẫn là lo lắng của nhiều người, tuy nhiên chỉ có 1-2 tổ chức bán ra và tập trung chủ yếu vào một vài mã bluechips. Điều đáng ngại là việc khối ngoại không mua vào, do đó chưa đủ để thay đổi được xu hướng của thị trường. Mặc dù trong hai ngày cuối tuần, thị trường đã chứng kiến sự ngập ngừng cũng như trạng thái xả hàng để hiện thực hóa lợi nhuận của nhiều nhà đầu tư, nhưng thị trường cũng nhận được những sự hỗ trợ đáng kể từ phía những người mới gia nhập thị trường, những nhà đầu tư đang nóng lòng muốn nắm giữ cổ phiếu sau một thời gian ngồi nhìn thị trường. Do đó, thị trường vẫn có đủ động lực để có thể đẩy giá cao hơn nữa trong ngắn hạn. Một số lời khuyên trong các báo cáo gần đây đã mạnh dạn khuyến nghị nhà đầu tư mua vào trong ngắn hạn, dù trong trường hợp không chắc chắn nhất là giá sẽ có thể được điều chỉnh nhẹ.

Tuy nhiên, chúng ta cần nhìn thấy những thay đổi thật sự về các thông số vĩ mô để hỗ trợ cho sự hồi phục này. Đây giống như là sự khởi đầu cho một sự khởi sắc thường thấy trong điều kiện thị trường khó khăn. Tất cả những điều này vẫn còn khá mờ nhạt và chúng ta cần có thêm nhiều bằng chứng cho thấy sự tiến triển trong vài phiên tới trước khi có thể dám chắc về sự khởi sắc này. Nhưng trong ngắn hạn, mọi việc có vẻ đang dần tốt lên.

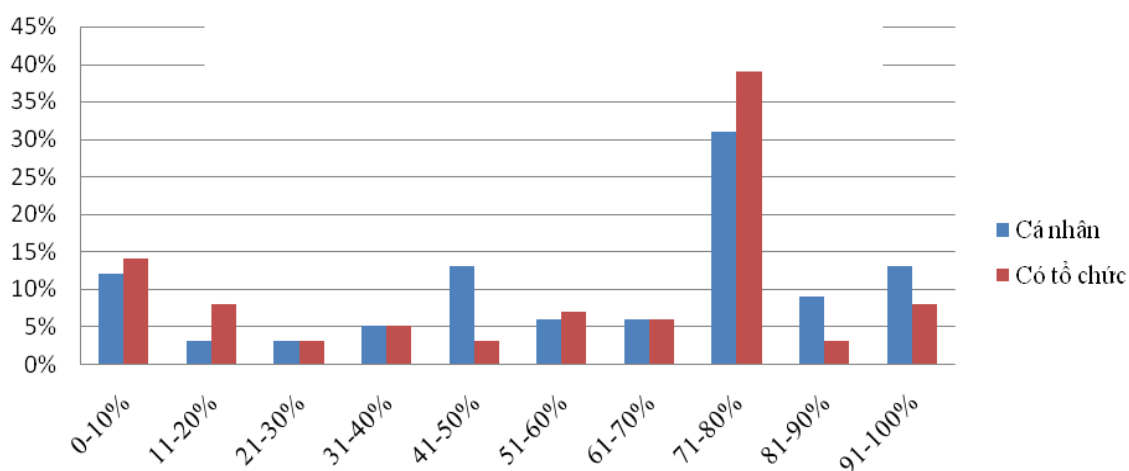
Vậy đâu là lời giải thích cho hiện tượng quá nóng của chứng khoán đầu năm 2007 và thật sự thị trường có bị định giá quá cao thời gian đó hay không? Và nguyên nhân nào là nguyên nhân chính của việc thị trường bị định giá cao hơn giá trị thực của nó? Và tâm lý của nhà đầu tư sau giai đoạn “bong bóng đầu cơ” sẽ như thế nào?

2.2 Kết quả điều tra những nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Bảng câu hỏi được trình bày ở *phụ lục 1* là bảng câu hỏi dành cho các nhà đầu tư cá nhân và cả các nhà đầu tư có tổ chức. Cả hai nhóm nhà đầu tư đều sẽ trả lời cùng một bảng câu hỏi. Tổng cộng chúng tôi đã nhận được 150 bảng trả lời từ phía các nhà đầu tư cá nhân và 47 từ phía các nhà đầu tư có tổ chức. Những mục kế tiếp sẽ trình bày phần trả lời của các nhà đầu tư đồng thời cũng nêu lên mục đích của từng câu hỏi và kết quả thu được. Tiếp đến là phân tích sự hợp lý của các câu hỏi dành cho mỗi nhóm với sự tham khảo khung lý thuyết khi có thể chấp nhận được. Phần cuối cùng của chương này sẽ là những phân tích tích phân và những so sánh giữa các câu hỏi. Bảng thống kê của mỗi câu hỏi được chúng tôi trình bày ở *phụ lục 3*.

2.2.1 Hồ sơ điều tra của các nhà đầu tư

Trong số các nhà đầu tư tham gia cuộc điều tra có 73% nhà đầu tư cá nhân và 87% nhà đầu tư có tổ chức là nam giới. Còn lại 27% nhà đầu tư cá nhân và 13% nhà đầu tư có tổ chức là nữ giới. Có một nửa số nhà đầu tư cá nhân trên 65 tuổi trong khi 37% giữa độ tuổi 51 đến 65. 66% nhà đầu tư có tổ chức nằm giữa độ tuổi 26 đến 35 và 23% trong độ tuổi 36 đến 50.



Hình 2.4: Phân trăm đầu tư vào hạng mục đầu tư dài hạn

Về vấn đề thời hạn đầu tư (câu hỏi số 1), kết quả thu được chỉ ra rằng cả nhà đầu tư cá nhân lẫn có tổ chức đều có các mục đầu tư ở khoảng thời gian dài hơn 5 năm chiếm 2/3 (63%) trong danh mục đầu tư của họ. Nên chỉ có 37% nhà đầu tư chọn đầu tư ngắn hạn dưới 1 năm. Đặc biệt hơn nữa, 31% nhà đầu tư cá nhân và 42% nhà đầu tư có tổ chức cho biết rằng 71-80% cổ phần của họ là đầu tư dài hạn. Ngoài ra 24% cả nhà đầu tư cá nhân và có tổ chức cho biết rằng 11-20% cổ phần của họ là đầu tư ngắn hạn.

Những kết quả trên chỉ ra rằng có một sự ưa thích đối với đầu tư dài hạn, mà có thể phần lớn là do hậu quả của bong bóng đầu cơ đã xảy ra vào cuối năm 2006 đến tháng 12 năm 2007 mà có liên quan đến ngành công nghệ cao, đầu cơ và các danh mục đầu tư ngắn hạn. Sự nổ tung của bong bóng đầu cơ có thể đã gây sự không ưa thích đầu tư vào các loại đầu tư trên. Các thay đổi gần đây về những kế hoạch lương hưu (pension plans) có thể đã khuyến khích người ta đầu tư vào các quỹ công chúng dài hạn, an toàn hơn hơn là đầu tư vào các công ty IT. Các nhà đầu tư có tổ chức có thể đã thay đổi quan điểm đầu tư của họ so với thời gian trong thời kỳ bong bóng đầu cơ và theo sau đó là bởi các điều kiện thị trường biến động thất thường và vì thế ngày nay dần chuyển sang đầu tư dài hạn như là các quỹ lương hưu. Một kết quả thu được thấu đáo hơn có thể được thực hiện bằng cách hỏi các nhà đầu tư có hay không sự phân phối lại các mục đầu tư của họ giữa đầu tư dài hạn và ngắn hạn vào ngày nay so với thời kỳ bong bóng đầu cơ.

2.2.2 Đặc điểm hành vi đầu tư

2.2.2.1 Sự thay đổi trong việc theo dõi những khoản đầu tư

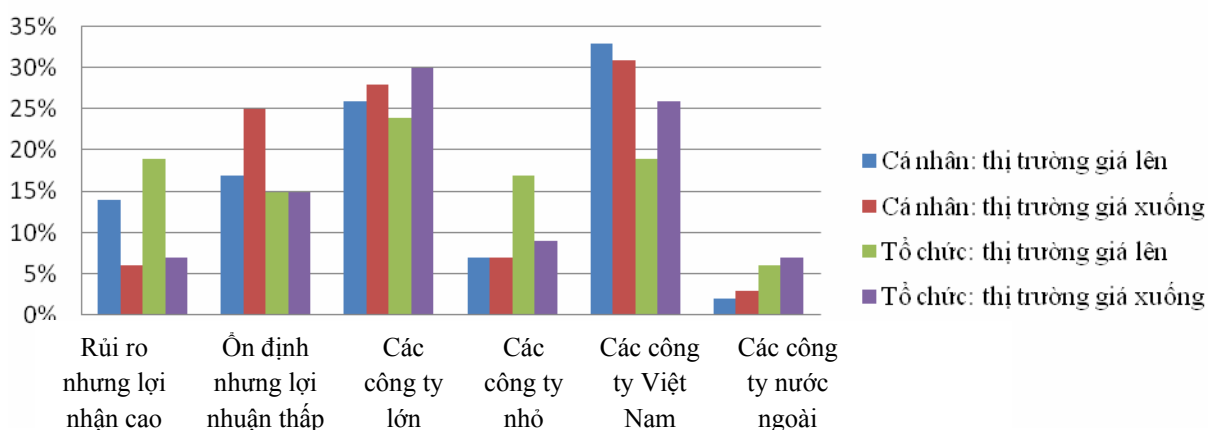
Để xem xét các nhà đầu tư có chú ý và cảnh giác hơn sau hậu quả của bong bóng đầu cơ hay không, một câu hỏi liên quan đến việc theo dõi các khoản đầu tư đã được đặt (câu hỏi số 2 và 3). Phần lớn các nhà đầu tư (55% nhà đầu tư cá nhân và 66% nhà đầu tư có tổ chức) không thay đổi thái độ đầu tư của họ đối với các loại đầu tư ngắn hạn. Tương tự như vậy đối với đầu tư dài hạn các nhà đầu tư không hiệu chỉnh các khoản đầu tư dài hạn thường xuyên hơn vào ngày nay so với thời kỳ bong bóng đầu cơ.

Điều này chỉ ra rằng, có các nhà đầu tư có tổ chức trong và sau thời kỳ bong bóng đầu cơ, theo dõi khoản đầu tư ngắn hạn (34%) thường xuyên hơn là dài hạn (15%). Còn với các nhà đầu tư cá nhân thì dường như không có sự điều chỉnh việc đầu tư giữa các loại đầu tư dài và ngắn hạn mặc dù điều chỉnh cả 2 loại đầu tư này thường xuyên hơn vào ngày nay. Điều này có thể là do các nhà đầu tư ngày nay đầu tư dài hạn hơn vào trong thời kỳ bong bóng đầu cơ, ví dụ đầu tư cho nghỉ hưu, và vì lý do này mà họ tránh đầu tư vào các loại đầu tư ngắn hạn để thay đổi mà cần nhiều sự tư vấn hơn. Một lý do khác cho việc tăng điều chỉnh đầu tư có thể là do khả năng tham gia vào thị trường dễ dàng hơn ví dụ như Internet, và giờ mở cửa của thị trường dài hơn. Hơn thế nữa, những kinh nghiệm đau thương của sự sụp đổ thị trường sau tháng 12 năm 2007 có thể làm cho các nhà đầu tư cảnh giác và cẩn thận hơn so với thời kỳ bong bóng đầu cơ.

2.2.2.2 Sự thay đổi trong hạng mục mục tiêu đầu tư

Để xem xét các nhà đầu tư có thay đổi mục tiêu đầu tư do hậu quả của bong bóng đầu cơ hay không, các nhà đầu tư đã được hỏi để chọn hai điều quan trọng nhất để mô tả việc đầu tư của họ (câu hỏi số 4 và 12). Các nhà đầu tư được chọn hai câu để chỉ ra danh mục mục tiêu đầu tư của họ trong thời kỳ bong bóng đầu cơ cũng như là sau đó. Kết quả cho thấy rằng 33% các nhà đầu tư cá nhân đầu tư chủ yếu ở các công ty Việt Nam và 26% ở các công ty cỡ lớn trong thời kỳ bong bóng đầu cơ. Các nhà đầu tư có tổ chức thì ngược lại, họ thích đầu tư vào các công ty lớn (24%) với điều thứ hai quan trọng hơn là họ chia đều giữa đầu tư vào các công ty Việt Nam (19%) và các công ty rủi ro cao nhưng lợi tức lớn (19%). Danh mục đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân sau thời kỳ bong bóng đầu cơ không có sự thay đổi đáng kể vì 31% tiếp tục đầu tư vào các công ty Việt Nam và 28% ở các công ty cỡ lớn. Tuy nhiên, trong thời kỳ sau bong bóng đầu cơ tỷ lệ các nhà đầu tư cá nhân đầu tư vào các công ty rủi ro cao nhưng lợi tức lớn giảm từ 13% còn 6% trong khi tỷ lệ đầu tư vào các công ty an toàn nhưng lợi tức thấp tăng từ 18% đến 25%. Các nhà đầu tư cá nhân giảm cổ phần của họ ở những công ty rủi ro cao, lợi tức cao tương tự như các nhà đầu tư có tổ chức. Các nhà đầu tư có tổ chức tăng cổ phần của họ ở các công ty

cỡ lớn nhiều hơn, từ 24% lên 30%, và ở các công ty vừa và nhỏ, từ 19% lên 27% sau thời kỳ bong bóng đầu cơ. Các nhà đầu tư cá nhân tăng cổ phần của họ ở các công ty an toàn nhưng lợi tức thấp từ 18% đến 25%. Ngoài ra, tỷ lệ đầu tư vào các công ty rủi ro nhưng lợi tức cao rớt từ 19% còn 13% sau thời kỳ bong bóng đầu cơ. Tỷ lệ đầu tư vào các công ty nhỏ sau thời kỳ bong bóng rớt từ 17% còn 10%.



Hình 2.5: Chọn lựa những mục hạn đầu tư nhiều nhất trong và sau thời kỳ bong bóng đầu cơ

Các công ty lớn và các công ty Việt Nam vẫn thống trị hầu hết các danh mục đầu tư mặc dù sau vụ thị trường suy thoái. Điều này cũng xảy ra tương tự với sở thích chuyển hướng danh mục đầu tư ít rủi ro hơn như từ các công ty nhỏ và các công ty rủi ro nhưng lợi tức cao sang các công ty an toàn nhưng lợi tức thấp. Tích toán trí óc (Mental accounting) có thể ảnh hưởng đến quyết định lên danh mục đầu tư ví dụ như các nhà đầu tư có thể chia lại danh mục đầu tư của họ từ các mục đầu tư tự nhiên vốn có thành một danh mục “an toàn” và một danh mục “rủi ro hơn”. Tâm lý sợ thua lỗ có thể (như đã nói ở mục 1.1.3.2) góp phần vào việc vẫn tiếp tục đầu tư vào các đầu tư cá biệt trong danh mục đầu tư bất chấp việc thua lỗ đã quá rõ ràng sau thời kỳ bong bóng đầu cơ. Những khoản lãi bất bình thường của những khoản đầu tư trong suốt thời kỳ đầu cơ bong bóng có thể đã khuyến khích việc các

nhà đầu tư đầu tư mạo hiểm hơn và giảm nhạy cảm với việc thua lỗ. Tuy nhiên, một điểm khác biệt rõ ràng giữa cái mà các nhà đầu tư cho là ít rủi ro, chẳng hạn các công ty có sự chắc chắn nhưng tỷ suất sinh lợi thấp, thì khá là mang tính chủ quan và vì thế một sự khác biệt hoàn toàn giữa các danh mục đầu tư thì khó mà rút ra được.

2.2.2.3 Sự thay đổi trong các nhân tố quan trọng trong đầu tư

Nhân tố nào là nhân tố quan trọng nhất khi các nhà đầu tư thực hiện một quyết định đầu tư? Để xem các nhà đầu tư có thay đổi các nhân tố sau hậu quả bong bóng đầu cơ hay không, các nhà đầu tư đã được hỏi để đánh giá mức độ quan trọng của các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư (câu hỏi 7 và 8). 29% các nhà đầu tư cá nhân và 45% các nhà đầu tư có tổ chức cho rằng những thông tin từ các công ty là các nhân tố quan trọng nhất khi ra các quyết định đầu tư trong thời kỳ bong bóng đầu cơ. Hơn thế nữa, những lời khuyên và dự đoán từ các chuyên viên phân tích tài chính đóng một vai trò đáng kể đối với cả các nhà đầu tư cá nhân (23%) và đối với các nhà đầu tư có tổ chức (21%). Trong khi các nhà đầu tư có tổ chức (13%) không chú ý nhiều đến sự phát triển chung của thị trường từ một tầm nhìn mang tính lịch sử và thông tin từ các phương tiện thông tin, thì kết quả từ các nhà đầu tư cá nhân (27%) cho thấy rằng một sự ảnh hưởng lớn bởi các nhân tố này.

Nhân tố quan trọng nhất khi xem xét ở xu hướng đầu tư ngày nay thì thông tin từ các công ty vẫn giữ một vai trò chủ đạo đối với các nhà đầu tư cá nhân (33%). Với các nhà đầu tư có tổ chức, thông tin từ các công ty tăng tầm quan trọng từ 45% trong thời kỳ thị trường tăng giá tới 68% ngày nay. Ngày nay, trực giác (9%) đã mất tầm quan trọng trong các nhân tố ảnh hưởng đến việc ra quyết định. Các đầu tư dựa trên các lời khuyên và dự đoán từ các chuyên gia (13%) cũng giảm tầm quan trọng từ 21% trong thời kỳ bong bóng đầu cơ. 4% các nhà đầu tư có tổ chức cho rằng thông tin từ đồng nghiệp là một nhân tố quan trọng trong việc ra quyết định ngày nay.

Khi so sánh một cách đơn lẻ sự đóng góp trả lời từ phía các nhà đầu tư cá nhân về vấn đề các nhân tố quan trọng nhất khi ra quyết định đầu tư ngày nay và trong

thời kỳ bong bóng đầu cơ, có một bằng chứng cho thấy rằng hầu hết diễn biến thị trường, từ một cái nhìn lịch sử, đã có một tầm quan trọng ngày nay với sự tăng về tỷ lệ từ 14% lên 18%. Rồi sau đó, lời khuyên từ các chuyên gia đầu tư đã mất vị trí quan trọng với tỷ lệ giảm từ 23% còn 20% cũng như thông tin từ báo chí và TV giảm từ 13% còn 9%.

Khi so sánh chỉ riêng trả lời từ các nhà đầu tư có tổ chức về nhân tố quan trọng nhất khi ra quyết định đầu tư ngày nay và trong thời kỳ bong bóng đầu cơ, rõ ràng rằng thông tin từ các công ty đã tăng tầm quan trọng của nó. Trong thời kỳ bong bóng đầu cơ, 45% các nhà đầu tư có tổ chức cho rằng thông tin từ các công ty là yếu tố quan trọng nhất trong khi sau thời kỳ bong bóng đầu cơ 68% cho rằng nó là nhân tố quan trọng nhất. Mặt khác, trực giác của riêng họ về triển vọng của thị trường đã tăng tầm quan trọng từ 19% còn 9%.

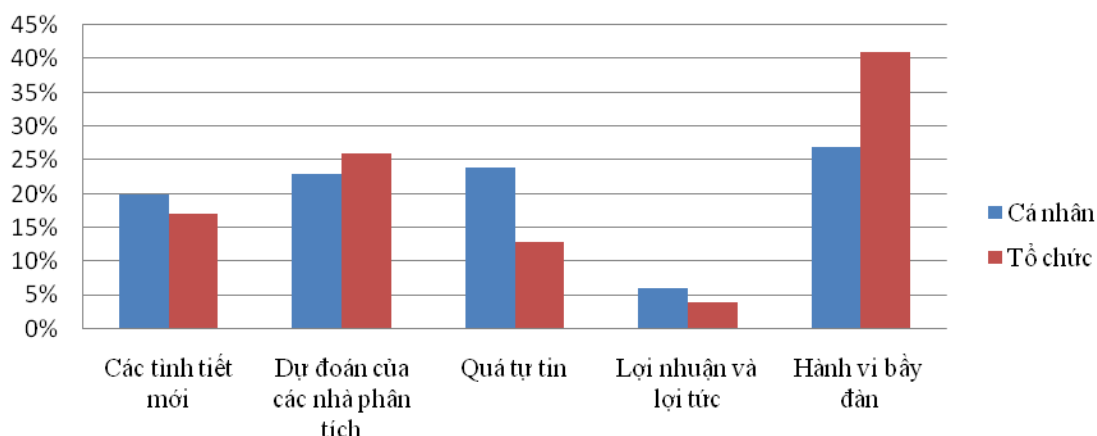
Có một sự khác biệt quan trọng đáng kể là ngày nay thông tin được cung cấp từ các công ty ngày càng được các nhà đầu tư có tổ chức xem là quan trọng hơn. Đồng thời lời khuyên của các nhà đầu tư có tổ chức khác và trực giác riêng của họ đã giảm tầm quan trọng, điều đó nghĩa là ngày nay họ quan tâm đến các yếu tố rõ ràng và các giá trị nền tảng hơn là trực giác đơn thuần như trong thời kỳ bong bóng đầu cơ. Tóm lại, một “cảm giác gan góc” và nhận định chung về thị trường trong tương lai dường như định hướng nhiều cho các nhà đầu tư hơn trong thời kỳ bong bóng đầu cơ hơn là ngày nay. Trong thời kỳ xảy ra bong bóng đầu cơ thì yếu tố trực giác của cả nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức không thực sự có tầm quan trọng như là chúng ta đã từng nghĩ. Yếu tố ý kiến của các chuyên gia cũng đã giảm tầm quan trọng đối với các nhà đầu tư cá nhân sau thời kỳ bong bóng đầu cơ. Điều này có thể là do các dự đoán về lợi nhuận quá lạc quan từ phía các chuyên gia vào trước và trong thời kỳ bong bóng đầu cơ vì thế chính nó đã tạo ra sự giảm tự tin đối với các chuyên viên phân tích tài chính. Ngày nay các nhà đầu tư cá nhân dường như càng dựa nhiều vào thông tin từ các công ty, mặc dù các nhận định từ phía các chuyên gia và hầu hết diễn biến quá khứ của thị trường vẫn còn đóng một

vai trò quan trọng. Hơn thế nữa, lý do phương tiện thông tin đại chúng bị mất tầm quan trọng có thể là do chúng thiếu các bài viết về các mục tiêu kinh doanh và các chiến lược làm thế nào để đầu tư.

2.2.2.4 Những lý do có thể của việc đánh giá quá mức và sự suy thoái của thị trường

Tại sao những nhà đầu tư có lý trí lại muốn đầu tư vào các tài sản mà mặc dù biết là chúng được đánh giá quá cao? Yếu tố nào nằm sau bong bóng đầu cơ vào năm 2007 theo ý kiến của các nhà đầu tư cá nhân và có tổ chức? Giả định rằng nhà đầu tư hợp lý, bong bóng đầu cơ là một sự kiện không nên tồn tại. Câu hỏi số 9, 10 và 11 cố gắng để làm rõ những vấn đề này. Phần lớn các nhà đầu tư, 88% nhà đầu tư cá nhân và 96% nhà đầu tư có tổ chức cho rằng thị trường bị đánh giá quá mức trong thời kỳ từ cuối năm 2006 tới tháng 12 năm 2007. Chỉ 5% nhà đầu tư cá nhân và không có nhà đầu tư tổ chức nào cho rằng thị trường bị đánh giá quá cao.

Để xem coi yếu tố nào các nhà đầu tư cho là quan trọng nhất đã đóng góp vào sự đánh giá quá mức thị trường, các nhà đầu tư được hỏi để kể tên các yếu tố quan trọng nhất. 28% các nhà đầu tư cá nhân và 40% các nhà đầu tư có tổ chức cho rằng hành vi bày đàn là yếu tố quan trọng nhất góp phần vào sự đánh giá quá cao thị trường. 24% các nhà đầu tư cá nhân cho rằng sự quá tự tin ở các nhà đầu tư thì quá lớn và nó gây nên sự tăng trưởng đáng kể của giá trị thị trường theo sau bởi những dự đoán quá lạc quan của các nhà phân tích (ý kiến của 23% nhà đầu tư). Theo các nhà đầu tư có tổ chức, 26% cho rằng dự báo của các nhà phân tích là nguyên nhân gây sự đánh giá quá mức thị trường đồng thời với nó là các phương tiện thông tin cũng có ảnh hưởng không kém (17%). Tuy nhiên, các nhà đầu tư có tổ chức cho rằng sự quá tự tin của các nhà đầu tư có một tác động nhỏ so với kết quả thu được từ các nhà đầu tư cá nhân.

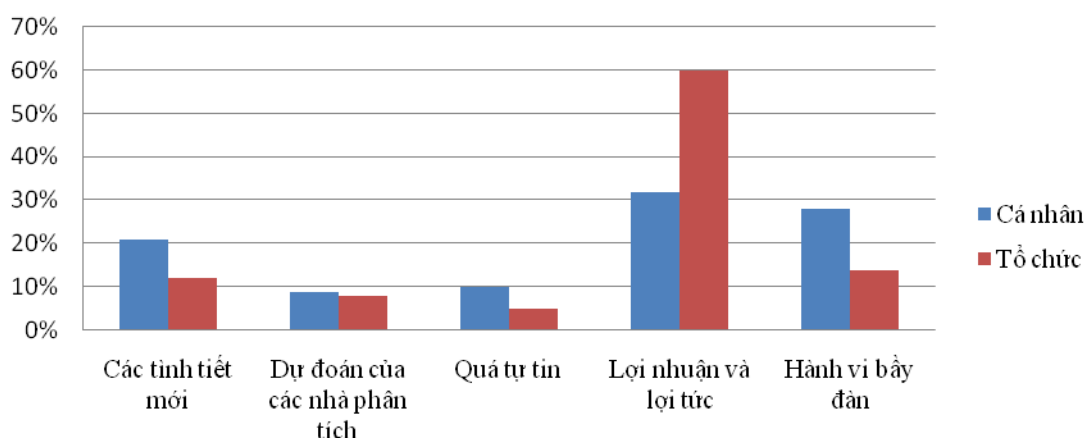


Hình 2.6: Các nhân tố quan trọng nhất đóng góp vào định giá quá mức thị trường trong thời kỳ bong bóng đầu cơ

Xem xét hết tất cả các yếu tố gây sự suy thoái thị trường từ tháng 3 năm 2008, sự quá tự tin của các nhà đầu tư đã thay đổi thành mất tự tin. 33% các nhà đầu tư cá nhân và 60% các nhà đầu tư có tổ chức cho rằng lợi nhuận và lợi tức của các công ty hoặc các khoản lỗ, là nhân tố quan trọng nhất gây sụt giảm thị trường. Sâu hơn, theo các nhà đầu tư có tổ chức, hành vi bầy đàn (15%) cũng như các phương tiện thông tin (13%) đóng một vai trò lớn trong sự sụt giảm. Các nhà đầu tư có tổ chức nhấn mạnh hơn tầm quan trọng của hành vi bầy đàn (27%) và 21% đối với tầm quan trọng của các phương tiện thông tin.

Khi phân tích các câu trả lời giữa cả nhà đầu tư có tổ chức và nhà đầu tư cá nhân thì rõ ràng rằng sự phân bố các câu trả lời khá là tương đồng. Ví dụ, các nhà đầu tư có tổ chức cho rằng lợi nhuận và lợi tức là nhân tố quan trọng nhất đóng góp vào việc suy thoái của thị trường (60%), trong khi nhân tố được cho là ít quan trọng nhất chính là sự định giá quá mức thị trường (4%). Tương ứng với 33% và 5% của nhà đầu tư cá nhân. Đây là một kết quả khá trực giác vì nhiều mức giá chứng khoán của các công ty hoạt động trong lĩnh vực Internet như FPT tăng không dựa trên giá trị nền tảng của lợi nhuận và lợi tức trong thời kỳ bong bóng đầu cơ. Tiếp thêm, nó củng cố cho ý tưởng rằng các nhà đầu tư không thực sự ra quyết định dựa trên các nguyên tắc cơ sở đơn thuần mà hành động của họ dựa trên các nhân tố kém hợp lý khác. Sau đó, lợi nhuận và lợi tức nhận được không như các kết quả dự đoán đã

khiến thị trường suy thoái. Ngoài ra, cả hai nhóm nhà đầu tư đều cho rằng những dự đoán từ các nhà phân tích cũng là một nhân tố quan trọng đóng góp vào sự suy thoái thị trường. Vì dự đoán của các nhà phân tích được chỉ ra rằng có một dấu ấn lớn trên sự đánh giá quá cao thị trường, nó có thể được diễn giải như thể chúng góp phần gây nên bong bóng IT. Kết quả thú vị này cho thấy một nhận thức rõ ràng của các nhà đầu tư rằng họ quyết định chính họ cũng có lỗi trong việc gây ra bong bóng đầu cơ với những nhận định riêng của họ. Rõ ràng rằng các nhà phân tích tài chính đã quá lạc quan với những dự báo lợi nhuận thiếu hợp lý của họ trước thêm sụp đổ, mà cũng có thể nó đã góp phần vào sự sụp đổ của thị trường. Thêm vào đó, cả hai nhóm nhà đầu tư đều cho rằng hành vi bầy đàn là một nhân tố quan trọng góp phần vào cả định giá quá cao cũng như sự suy thoái của thị trường.

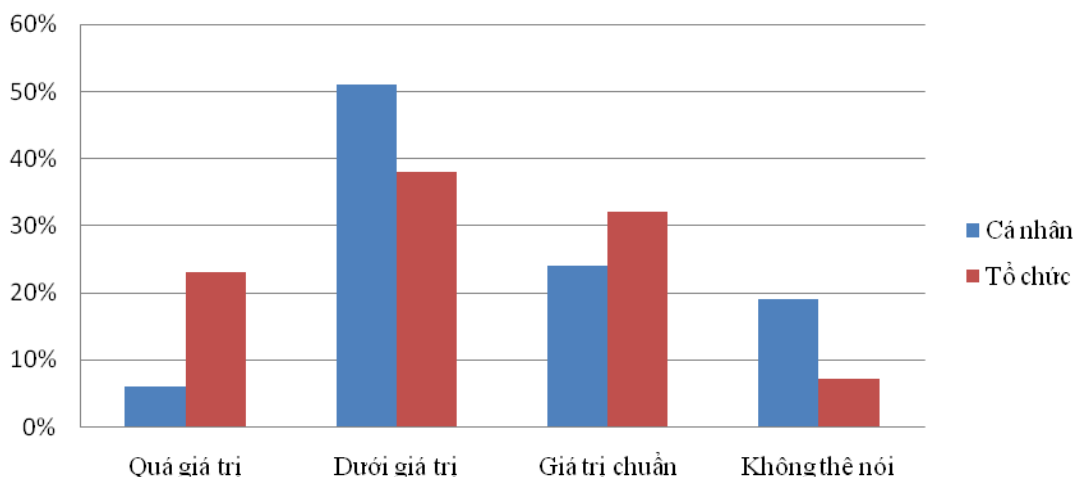


Hình 2.7: Các yếu tố quan trọng nhất đóng góp vào thị trường giá tăng từ tháng 3 năm 2007

2.2.2.5 Những nguyên nhân và những kỳ vọng về giá trị thị trường hiện tại và tương lai

Các nhà đầu tư có nhận thức được giá trị hiện tại của thị trường đã bị đánh giá quá mức, hay nhận thức được cơ bản giá trị của thị trường ở một mức đúng (câu hỏi 19 và 20). Rõ ràng rằng điều kiện của thị trường trong tuần đầu tiên của tháng 12 năm 2008, khi câu hỏi này được tiến hành, có một hiệu ứng đáng kể trên các nhà đầu tư tham gia cuộc điều tra. Một nửa các nhà đầu tư cá nhân cho rằng thị trường chứng khoán bị đánh giá thấp ở một mức trung bình 21%. 24% cho rằng thị trường

được đánh giá chuẩn xác và chỉ có 6% nghĩ rằng nó bị đánh giá quá cao ở một mức trung bình (17%). 38% các nhà đầu tư có tổ chức cho rằng thị trường được đánh giá đúng và 23% cho rằng thị trường bị đánh giá quá mức với một mức trung bình 3%.



Hình 2.8: Giá trị ước lượng của thị trường chứng khoán ngày nay

Các nhà đầu tư nhận thức như thế nào sự phát triển tương lai giá trị chỉ số chung VN-Index và qua đó mở rộng xem việc neo giá thị trường hiện hành sẽ ảnh hưởng đến câu trả lời ra sao? Các nhà đầu tư cá nhân cho rằng mức giá trị trung bình của chỉ số chứng khoán trong 6 tháng tới từ thời điểm này sẽ là 500 và các nhà đầu tư có tổ chức cho rằng giá trị sẽ là 428.5 nếu giá trị thị trường hiện hành là 300.

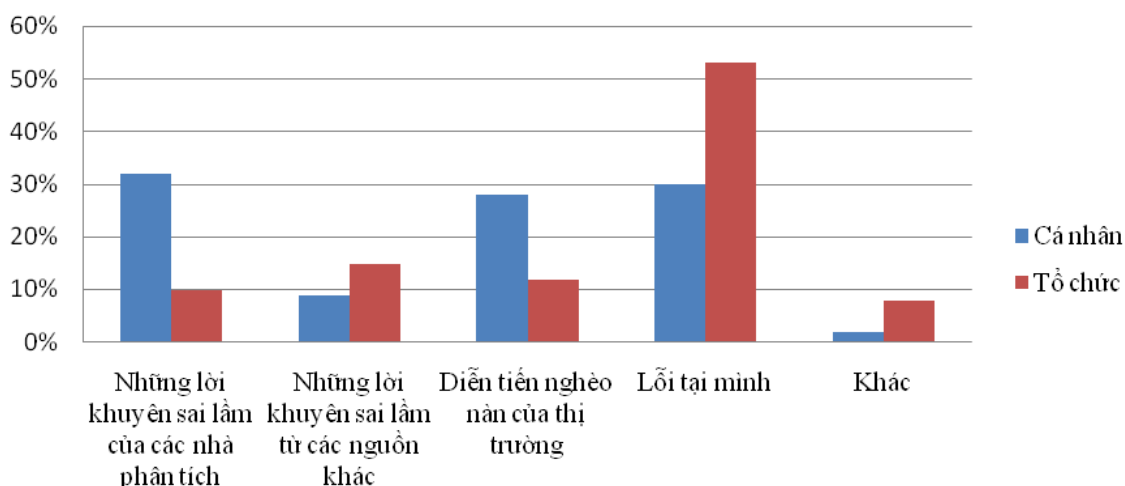
Ước lượng giá trị thị trường tương lai thường dựa trên giá trị hiện hành – đặc biệt là trong trường hợp không có thông tin giá cả nào tốt hơn. Sự neo giá là một trong những thành viên thường xuyên nhất của giá cả. Giá cả vào đầu năm 2009 dường như được xem là dưới mức giá trị theo đa số các nhà đầu tư điều này được phản ánh trên các ước lượng cao về thị trường cổ phiếu của các nhà đầu tư. Điều này cũng có thể được diễn giải như là tác động của sự quá tự tin. Việc các nhà đầu tư tin rằng thị trường không được định giá đúng mức thì mâu thuẫn với giả thiết thị trường hiệu quả. Bất chấp thị trường không ổn định trong những năm qua, các nhà đầu tư dường như có một tự tin lớn vào thị trường. Sự sụt giảm giá trị thị trường từ tháng 3 năm 2008 không xảy ra một cách lặng lẽ và các nhà đầu tư dường như cũng cảm thấy được giá trị thị trường hiện hành (ở thời điểm đó) thì khá là thấp. Ví dụ

đáy của quý 2 là 366,02 điểm vào ngày 20/6/2008 , tuy nhiên, theo sau đó là một sự phục hồi lớn tương ứng vào mười ngày và quý 3, VN-Index có tính thanh khoản cao nhất trong năm với khối lượng giao dịch bình quân là 17.486.971 cổ phiếu, thiết lập đỉnh trong 10 phiên tăng điểm liên tục với mức giá đóng cửa là 561,85 vào ngày 27/8/2008, bằng chứng như vậy có thể đã đóng một vai trò thuyết phục người ta mong đợi một xung hướng tăng trở lại của giá cổ phiếu.

2.2.3 Yếu tố kỳ vọng tác động đến hiệu quả đầu tư

2.2.3.1 Những lý do dẫn đến việc đầu tư kém hiệu quả

Những lý do có thể dẫn đến một đầu tư kém hiệu quả theo các nhà đầu tư là gì? Ai là người mà các nhà đầu tư đổ lỗi cho các cuộc đầu tư kém hiệu quả? Nó được thể hiện trong câu hỏi số 14. 32% các nhà đầu tư có tổ chức cho rằng những lời khuyên hay chỉ dẫn không đúng từ các nhà phân tích là một nhân tố quan trọng dẫn tới một đầu tư kém hiệu quả. Nhân tố quan trọng thứ hai là lỗi của chính họ với 30% câu trả lời. Hơn nữa, 27% đổ lỗi cho những diễn biến thị trường nghèo nàn. 2% cho rằng các đầu tư kém là “những sự kiện không lường trước”, “một vòng sai trong chu kỳ kinh doanh” và “cờ bạc (đỏ đen)”. Phần trả lời của các nhà đầu tư có tổ chức (53% so với 30% nhà đầu tư cá nhân) chỉ ra rằng, lỗi của cá nhân họ là nguyên nhân gây ra những đầu tư thiếu hiệu quả. 15% nhà đầu tư có tổ chức cho rằng các nhận định sai lầm từ các nguồn khác nhau là một nguyên nhân gây đầu tư thiếu hiệu quả và 13% cho rằng diễn biến thị trường chung nghèo nàn là nguyên nhân chính cho đầu tư thiếu hiệu quả. Chỉ có 11% cho rằng các lời khuyên từ các nhà phân tích mới là nguyên nhân chính. 9% chỉ ra các yếu tố khác như “thông tin từ các công ty không đúng với thực tế” và “ công ty đang làm việc kém hiệu quả hơn tôi/thị trường/ công ty mong đợi.”



Hình 2.9: Nguyên nhân của việc đầu tư kém hiệu quả

Điều này trái với khảo sát được tiến hành bởi Erlingsson và Bjorklund (2001), ở đó 47% các nhà đầu tư cá nhân cho rằng lỗi tại họ mới là yếu tố quan trọng nhất và chỉ 12% đổ lỗi cho các nhà phân tích tài chính so sánh với 30% và 32% được chỉ ra trong bảng khảo sát này. Những điều kiện thị trường hiện hành có thể giải thích được sự khác biệt và xu hướng đổ lỗi cho các nhà phân tích về những đầu tư kém hiệu quả. Điều kiện thị trường đã tốt hơn khi Erlingsson và Bjorklund thực hiện khảo sát của họ. Thuyết hối tiếc, như đã giải thích ở mục 1.1.3.5, có thể giúp giải thích những kết quả. Lời khuyên của các nhà phân tích và diễn biến chung nghèo nàn của thị trường đã được chỉ ra bởi các nhà đầu tư cá nhân như là những yếu tố quan trọng dẫn đến thất bại trong đầu tư thay vì những lỗi lầm của chính họ. Thất bại trong đầu tư mang đến cảm giác hối tiếc. Các nhà đầu tư có thể cố gắng tránh hối tiếc bằng cách, ví dụ đổ lỗi cho các nhà định hướng đầu tư và các lời khuyên từ các nhà phân tích hoặc tránh chấp nhận sự mất mát. Bất chấp điều đó, phần lớn các nhà đầu tư có tổ chức chấp nhận lỗi lầm của chính họ như những nhân tố chính dẫn đến đầu tư kém hiệu quả. Đây là một giải đáp hợp lý của các nhà đầu tư có tổ chức bởi vì chính họ cũng hoạt động như những nhà phân tích trong thời kỳ bong bóng đầu cơ. Vì thế, trong câu trả lời của các nhà đầu tư có tổ chức thì đáp án lỗi của chính họ và đáp án nhận định sai lầm từ các nhà phân tích là gần như tương đồng.

2.2.3.2 Tính nhạy cảm của hành vi sợ thua lỗ

Sự nhạy cảm đối với sự sợ thua lỗ của các nhà đầu tư như thế nào? Các nhà đầu tư sẽ mạo hiểm và có thể sẽ chịu những khoản lỗ lớn hơn khi đối mặt với giá cổ phiếu của họ sụt giảm thay vì từ bỏ nó và chấp nhận một khoản lỗ nhỏ hơn? Điều này đã được nghiên cứu với sự giúp đỡ của câu hỏi số 15. 67% các nhà đầu tư cá nhân chọn mạo hiểm và vẫn giữ cổ phiếu trong nghi vấn trong hơn một tháng để có thể hoà vốn, mặc dù họ đối mặt với một rủi ro tương tự khi họ để cho khoản lỗ gia tăng. 33% sẽ bán cổ phiếu và nhận một khoản lỗ nhỏ hơn. 55% nhà đầu tư có tổ chức cho rằng họ sẽ bán cổ phiếu ngay và chấp nhận một khoản lỗ nhỏ trong khi 45% chọn mạo hiểm với lỗ là và giữ cổ phiếu trong nghi vấn hơn một tháng để có thể thu được hoà vốn.

Sở thích đánh cược với rủi ro cho thấy rằng các nhà đầu tư là những người thích rủi ro khi đối mặt với lỗ tương tự như thuyết hàm giá trị của Kahneman và Tversky. Một nhà đầu tư sẽ nắm giữ cổ phiếu sụt giá của mình ở mức 2/3 đối với các nhà đầu tư cá nhân và 1/2 đối với các nhà đầu tư có tổ chức. Điều này phản ánh một sự không cân xứng giữa giá trị mà người ta kiếm được và mất đi như đã giải thích ở mục 1.1.3.3 "tính toán trí óc". Một kết hợp giữa thuyết kỳ vọng và hành vi bày đàn có thể giải thích vài phần của bong bóng đầu cơ. Trong sự gia tăng nhanh chóng của giá trị thị trường, nhà đầu tư bán cổ phiếu và kiếm lời và kết quả là thành công đó khuyến khích họ mua thêm cổ phiếu, mà có khả năng sẽ tiếp tục tăng giá thêm trong tương lai. Các nhà đầu tư không muốn nhận các khoản lỗ trong cùng một thời gian nhận được các khoản lời. Ngày càng nhiều người bị dính vào các diễn biến tốt đẹp lặp đi lặp lại của cổ phiếu, mà dẫn tới một hành vi bày đàn như hành vi xảy ra giữa các nhà đầu tư. Thiếu khả năng kiểm chế và sở thích chóng vánh có thể được xem là những yếu tố đóng góp vào hành vi thiếu hợp lý số đông của cả các nhà đầu tư cá nhân và có tổ chức.

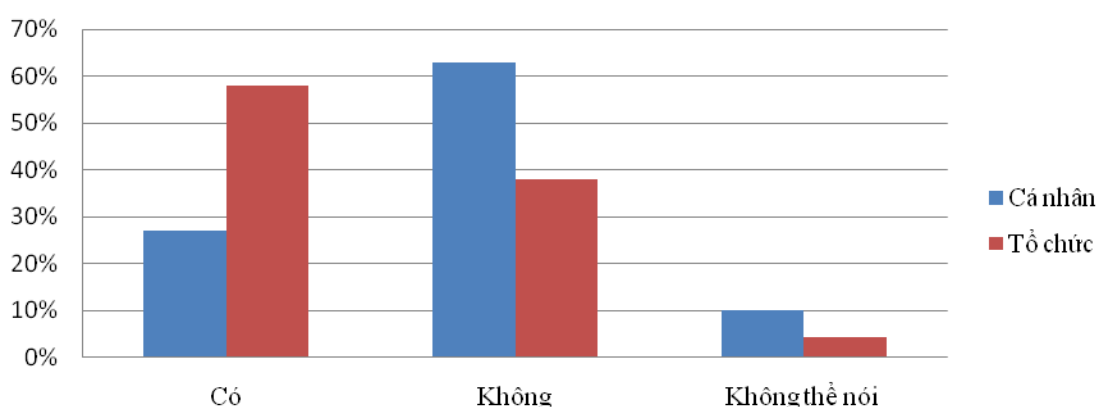
Một thuyết khác, mà có thể giúp giải thích sự yêu thích mạo hiểm với rủi ro là thuyết yếu tố tinh thần và khung lý thuyết. Phần lớn các nhà đầu tư chọn rủi ro như là một lựa chọn chắc chắn lỗ thường mang cảm giác nổi loạn một cách tự nhiên.

Những quyết định đầu tư thường được xem là một ở một thời điểm thay cho chấp nhận một khung rộng hơn và thường được hướng dẫn bởi những lựa chọn hấp dẫn có thể ở hiện thời. Khung hẹp của các chọn lựa này có thể vẽ nên từ thực nghiệm bình thường của việc duy trì nhiều tính toán tâm lý mà khác loại của những loại đầu tư được phân loại dựa trên mục đích và đặc điểm của đầu tư như lý giải trong phần trên. Ít nhất 67% các nhà đầu tư cá nhân và 45% các nhà đầu tư có tổ chức dường như rất bị hấp dẫn bởi khả năng gặt hái lợi nhuận khi đối mặt với mất mát.

2.2.4 Cách giải quyết sai lầm của nhà đầu tư dựa vào kinh nghiệm (Heuristics)

2.2.4.1 Khả năng dự đoán sự phát triển thị trường của nhà đầu tư

Câu hỏi số 5 được đưa ra để xác định các nhà đầu tư có tin rằng họ có thể tiên đoán được tương lai phát triển của thị trường trong thời kì bong bóng đầu cơ. Mục đích là để xem có hay không khả năng là nhà đầu tư có thái độ quá tự tin trong thời kỳ từ cuối năm 2006 tới tháng 12 năm 2007. 64% các nhà đầu tư cá nhân và 38% các nhà đầu tư có tổ chức không nghĩ là họ có thể dự đoán được sự phát triển của thị trường ở một vài thời điểm trong thời kỳ bong bóng đầu cơ. 26% các nhà đầu tư cá nhân và 57% các nhà đầu tư có tổ chức tin rằng họ có thể dự đoán thị trường trong khi 10% nhà đầu tư cá nhân và 4% nhà đầu tư có tổ chức không quyết định giữa hai chọn lựa.



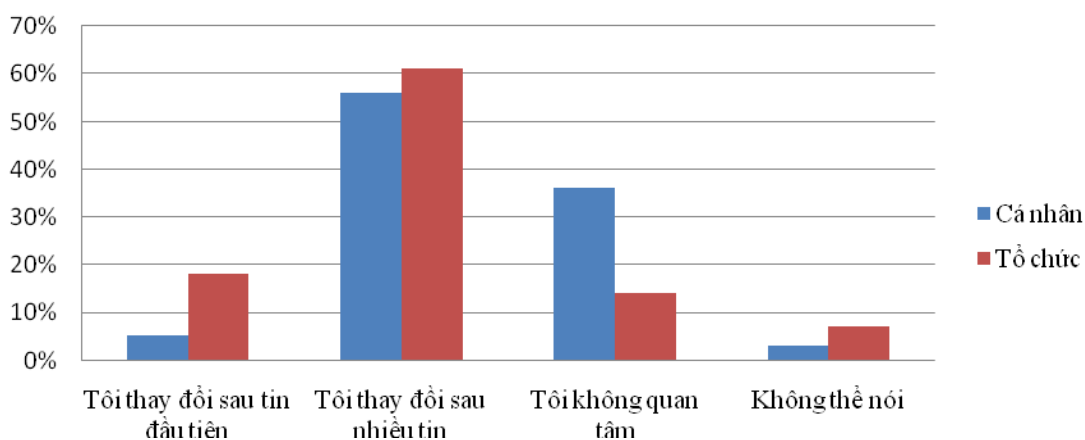
Hình 2.10: Bạn đã từng ở bất cứ thời điểm nào trong thời kỳ bong bóng đầu cơ nghĩ là bạn có thể dự đoán tương lai phát triển của thị trường hay không?

Phần lớn các nhà đầu tư có tổ chức nghĩ rằng họ có thể dự đoán sự phát triển của thị trường trong khi chỉ có một số ít các nhà đầu tư cá nhân nghĩ là họ có thể. Một cá nhân thường có xu hướng tin rằng họ nhận thức tốt hơn người khác. Kết quả trong bảng khảo sát này tương tự với của Shiller (1987) là 29% nhà đầu tư cá nhân nghĩ họ có thể tiên đoán được sự hồi phục của thị trường sau vụ giảm thị trường vào tháng 3 năm 2008. Điều này có thể được giải thích một phần bởi thuyết quá tự tin, thông qua những người có xu hướng phóng đại khả năng của mình và có ước lượng sai lệch kết quả thực như đã giải thích ở mục 1.1.3.8. Rõ ràng, 57% nhà đầu tư có tổ chức bị ảnh hưởng bởi một niềm tin mạnh mẽ vào khả năng của chính mình. Tuy nhiên, có một số ít các nhà đầu tư cá nhân dường như tự tin vào khả năng tiên đoán của họ như những nhà đầu tư có tổ chức.

2.2.4.2 Tầm ảnh hưởng của các nguồn thông tin được công bố

Người ta có xu hướng phản ứng thái quá đối với các sự kiện mang tính bất ngờ hay kịch tính. Thị trường hiệu quả là thị trường có mọi thông tin gồm cả thông tin về giá cả chứng khoán. Nhưng thị trường chứng khoán có phản ứng thái quá và hành vi đó có ảnh hưởng giá chứng khoán? Các nhà đầu tư phản ứng với các công bố và những thông tin khác trong thời kỳ bong bóng đầu cơ như thế nào? Đặc biệt hơn, mục đích của câu hỏi số 6 là tìm ra nhà đầu tư có phản ứng thái quá hay bị động với một lượng thông tin chắc chắn cùng chỉ về một hướng (có cùng nội dung). 57% nhà đầu tư cá nhân và 62% có tổ chức thay đổi danh mục đầu tư của họ sau nhiều tin tức như thế. 37% các nhà đầu tư cá nhân và 15% các nhà đầu tư có tổ chức không quan tâm đến tin công bố từ các công ty và chỉ 5% các nhà đầu tư cá nhân và 17% các nhà đầu tư có tổ chức thay đổi danh mục đầu tư của họ chỉ sau một công bố.

Trong thời kỳ bong bóng đầu cơ, bạn phản ứng như thế nào với công bố từ các công ty?



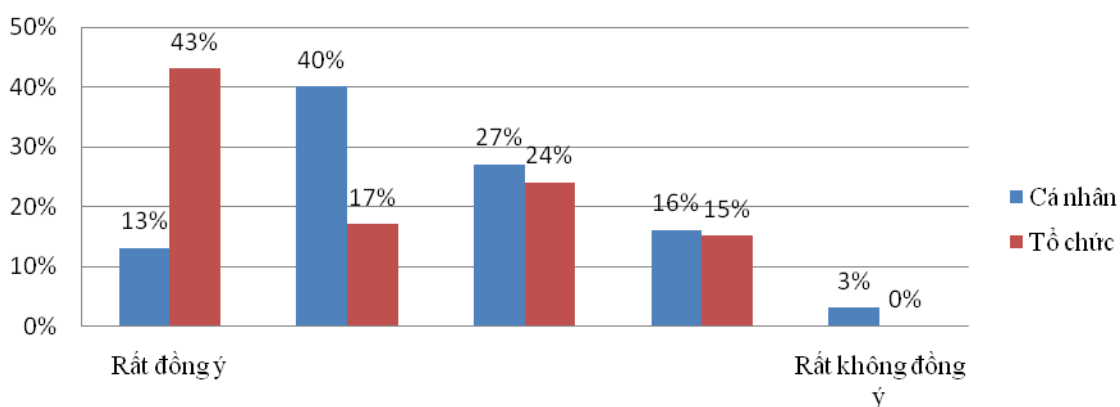
Hình 2.11: Trong thời kỳ bong bóng đầu cơ, bạn phản ứng như thế nào với công bố từ các công ty?

Các nhà đầu tư dường như xem trọng một cách không cân xứng sự phát triển ngắn hạn của nền kinh tế. Điều này có thể được cho là một sự vi phạm của một dạng yếu của thị trường hiệu quả. Những mẫu kết hợp tin tức và thông tin chỉ cùng một hướng có thể dẫn đến sự phản ứng thái quá như đã giải thích ở mục 1.1.3.8. Chứng khoán với một thời gian dài giá tăng thường có xu hướng được định giá quá mức và có lợi tức bình quân thấp. Phần lớn cả 2 nhóm nhà đầu tư cho rằng họ sẽ thay đổi danh mục đầu tư của mình sau nhiều tin tức (công bố) chỉ cùng một hướng. Người ta thì khá nhạy cảm khi thấy những mẫu tin mà có thể khiến giá chứng khoán bị phản ứng thái quá và hậu quả là tạo ra những bong bóng đầu cơ thị trường chứng khoán.

2.2.4.3 Ý kiến của nhà đầu tư về việc thị trường sẽ trở ngược lại sự suy thoái như ngày như ngày hôm nay như thế nào

Làm sao các nhà đầu tư có thể liên kết một sự suy thoái tương tự trong thị trường ngày nay (từ năm 2009 trở đi) với sự giảm điểm sâu bắt đầu từ năm 2008? Câu hỏi số 13 xác định mức tự tin của nhà đầu tư đối với thị trường. Các nhà đầu tư tham gia cuộc khảo sát được hỏi chọn giữa một mô hình từ 1 đến 5, 1 là rất tự tin rằng thị trường sẽ trở lại được mức trước đây chỉ trong một vài năm, nếu phải đối

mặt với một sự giảm điểm tương tự, và 5 là không tin rằng thị trường sẽ trở lại được mức trước đây chỉ trong vòng một vài năm. 53% các nhà đầu tư cá nhân và 60% các nhà đầu tư có tổ chức chọn mức 1 và 2, điều đó có nghĩa là phần lớn tin rằng thị trường sẽ trở lại được mức độ vốn có trước đây chỉ trong vòng một vài năm nếu có một sự suy thoái tương tự ngày nay. Trong số những người trả lời, 13% nhà đầu tư cá nhân và 43% nhà đầu tư có tổ chức diễn tả một sự tự tin lớn (chọn mức 1 = rất đồng ý) rằng thị trường sẽ trở lại được mức độ vốn có trước đây chỉ trong vòng một vài năm nếu có một sự suy thoái tương tự ngày nay. 19% nhà đầu tư cá nhân và 15% nhà đầu tư có tổ chức chọn ở mức 4 và 5 nghĩa là không tin vào thị trường sẽ phục hồi với một sự suy thoái tương tự xảy ra trong tương lai. Nhà đầu tư có tổ chức có một sự tin tưởng lớn vào thị trường hơn là các nhà đầu tư cá nhân. Điều này có thể là do các nhà đầu tư cá nhân có lẽ bị ảnh hưởng nhiều hơn bởi việc nhận ra các khoản lỗ thì liên quan đến sự suy thoái vào tháng 3 năm 2008 hơn là các nhà đầu tư có tổ chức.



Hình 2.12: Nếu có một vụ suy thoái tương tự vào ngày nay, như vụ suy thoái hồi tháng 3 năm 2008. Thị trường sẽ trở lại mức độ trước trong vài năm hay sẽ ra sao?

Tầm cỡ suy thoái của giá trị thị trường từ tháng 3 năm 2008 cho tới nay có thể đóng vai trò trong chính nó khiến cho người ta tin là thị trường sẽ phục hồi nếu phải đối mặt với một sự suy thoái tương tự. Người ta hơi tin chắc và lạc quan về sự phát triển của thị trường. Chiều hướng phát triển lịch sử của thị trường có thể đóng một

vai trò trong việc củng cố thêm lòng tự tin cho con người như thị trường chứng khoán đã có luôn có một lịch sử phục hồi sau một thời gian dài suy thoái tiền tệ. Những kết quả này bao gồm những câu trả lời được nhận từ câu hỏi số 19 và 20, mà chỉ ra rằng các nhà đầu tư tin rằng thị trường hiện thời đang dưới giá trị và rằng họ mong giá cổ phiếu sẽ tăng trong tương lai.

2.2.4.4 Phản ứng của nhà đầu tư đối với cổ phiếu đang tăng giá

Trong trường hợp cổ phiếu của một công ty nào đó đang tăng giá trị từ 70% mà thậm chí tương lai của nó sáng sủa hơn nữa, 56% nhà đầu tư cá nhân và 57% nhà đầu tư có tổ chức cho rằng thông tin không đủ để ra một quyết định đầu tư (câu hỏi số 16). Tuy nhiên, một cân xứng cao hơn, 33% các nhà đầu tư cá nhân và 32% nhà đầu tư có tổ chức cho rằng các cổ phiếu đang tăng giá thì không đáng mua.

Người ta có xu hướng không quan tâm đến mức lãi suất cơ bản và ra quyết định đơn lẻ trong những giới hạn quan sát những mẫu tương tự. Khi giá cổ phiếu tăng, cầu tăng tương tự với nỗ lực mà theo sau bởi mức giá tăng cao hơn. Trí nhớ của cộng đồng về lợi tức quá khứ và lạc quan của những lãi tức cao trước kia sẽ được sản sinh trong tương lai. Kết quả cho thấy ngụ ý cả hai nhóm nhà đầu tư thì có khuynh hướng thực hiện giao dịch chỉ dựa trên những diễn biến “đẹp” của thị trường diễn ra tại thời điểm gần đó thay vì tránh đầu tư tất cả. Điều này liên quan đến kẻ thắng người thua và tiêu biểu cho tình trạng khó xử đã được mô tả ở mục 1.1.3.7. Các nhà đầu tư cá thể có khuynh hướng phân loại sự kiện như là tiêu biểu hay có tính đại diện của một lớp phổ biến mà có thể dẫn họ đến việc tin rằng giá cả sẽ tăng kéo theo chính họ và cổ phiếu trong nghi vấn là một cổ phiếu “thắng”. Điều này có thể được trợ lực bởi hành vi bầy đàn và vì các nhà đầu tư cảm thấy bị thúc ép theo những cổ phiếu thắng với phần còn lại của thị trường và cố tránh khỏi tình huống tài chính đảo ngược và thậm chí phải đối mặt với thông tin mâu thuẫn. Điều này đặc biệt đúng khi diễn biến tốt đẹp được lặp lại. Thậm chí kết quả chỉ ra rằng khi đa số các nhà đầu tư sẽ từ chối đầu tư những danh mục đầu tư mơ hồ, thì vẫn có một lượng đáng kể các nhà đầu tư sẽ bằng một cách nào đó đầu tư chỉ dựa trên những mức giá hấp dẫn.

2.2.4.5 Khả năng tiếp tục thay đổi trong giá trị

Các nhà đầu tư nhận thức khả năng của các sự kiện lặp đi lặp lại như thế nào, và họ phản ứng với những dạng tương tự của sự lặp lại trong thị trường như thế nào? Câu hỏi số 17 và 18 được đặt ra để giải quyết việc giữ nguyên các tiền quyết định khi đối mặt với những sự kiện không chắc chắn và mô tả một trường hợp nơi mà chỉ số của thị trường chứng khoán có kết quả giảm hoặc tăng 3 ngày liên tục. Các nhà đầu tư tham gia khảo sát được hỏi ý kiến của họ về khả năng của một sự phát triển tương tự ở ngày tiếp theo. Xác suất cho giá trị tăng hoặc giảm của chỉ số nên là 50%. Tuy nhiên, xác suất trung bình các nhà đầu tư cá nhân cho rằng một mức tăng tương tự là 31% và theo các nhà đầu tư có tổ chức thì mức tăng này là 44%. Các nhà đầu tư cá nhân cho rằng mức giảm tương ứng là 34% trong khi theo các nhà đầu tư có tổ chức thì mức giảm này nên là 46%. Cả hai nhóm nhà đầu tư dường như đều quan tâm rằng mẫu tăng hoặc giảm tiếp theo thì đảo ngược với chính nó. Điều này đối lập của xác suất tích phân chuẩn. Tuy nhiên, các phúc đáp của các nhà đầu tư có tổ chức thì gần với mức xác suất đúng 50% hơn là các nhà đầu tư cá nhân và các trả lời của các nhà đầu tư có tổ chức cũng có một tỷ lệ câu trả lời đúng nhiều hơn, ví dụ xác suất 50 – 50.

Người ta có một xu hướng danh mục hóa các sự kiện, như là mức giá tăng, như là đại diện của một tầng lớp phổ biến và kế tiếp là sự tương ứng xác suất của những bằng chứng bất kể của những khả năng cơ bản. Vì thế, những mẫu được xem là dễ tồn tại trong dữ liệu mà thật sự ngẫu nhiên và sự không chắc chắn của những mức giá tiếp tục tăng trong danh mục. Điều này bao gồm cả giả thiết quá tự tin được mô tả ở *mục 1.1.3.8*. Bảo thủ cũng diễn giải một phần lý do tại sao người ta đặt quá nặng khả năng đầu tiên của những sự kiện trong một trường hợp, vì thế người ta thường ngại khi phải thay đổi ý kiến của mình.

2.3. Kết quả nghiên cứu

Trong luận văn này tôi cũng tiến hành so sánh thống kê dựa trên những câu hỏi trong bảng câu hỏi. Tất cả câu hỏi (trừ câu 1) đều có cặp. Kết quả so sánh được trình bày trong *phụ lục 2*.

Việc so sánh thống kê giữa các câu hỏi đã đưa đến nhiều kết quả thú vị về hành vi của nhà đầu tư. Có một sự khác biệt rõ ràng giữa các chiến lược đầu tư và các loại đầu tư của nhà đầu tư cá nhân, trong khi đó không có sự khác biệt nhiều giữa thị trường giá lên và giá xuống của nhà đầu tư có tổ chức. Một điểm chung của hai loại nhà đầu tư là cả hai đều cho rằng thị trường bị định giá cao trong thời kỳ “bong bóng đầu cơ” nhưng chưa được định giá đúng mức ngày nay.

Liên quan đến câu hỏi có hay không lý do nhà đầu tư thay đổi quyết định cổ phiếu đang nắm giữ ngày nay và những đầu tư đã thực hiện từ khi thị trường xuống giá từ tháng 3 năm 2008 và kết quả đã chỉ ra rằng không có mối quan hệ giữa nguồn thông tin mà nhà đầu tư tập trung vào và loại công ty mà họ đầu tư. Kết quả cũng chỉ ra rằng không có sự liên hệ nào giữa các loại nguồn thông tin mà nhà đầu tư sử dụng để đưa ra quyết định đầu tư. Thật hợp lý khi người ta dùng thông tin từ Internet và thu thập thông tin từ các phương tiện khác, tuy nhiên điều này dường như không đúng. Đối với nhà đầu tư có tổ chức thì thông tin từ công ty là nguồn thay thế quan trọng nhất, lời tư vấn từ nhà nhà phân tích đứng thứ 2 và trực giác của con người đứng thứ 3, thông tin từ bạn bè và Internet đều ở mức zero và điều này tương tự với nhà đầu tư cá nhân.

Kết quả từ *phụ lục 2* cũng chỉ ra rằng các nhà đầu tư có kiến thức kém về xác suất và thống kê. Không cần biết là giao dịch cổ phiếu đã tăng trong giá trị trong ngày là bao nhiêu, xác suất rằng nó sẽ tăng tiếp hay giảm tiếp là 50-50. Điều này kết hợp với quá tự tin ở mục *1.1.3.8*. Chủ nghĩa bảo thủ cũng góp phần giải thích người ta đặt quá nặng tiền khả năng của một tình huống, vì thế người ta rất ngại thay đổi.

Kết luận chương II

Luận văn đã hỗ trợ và mở rộng, giả thiết rằng mặc dù phần lớn các nhà đầu tư trong năm 2007 đến 2008 dường như nhận ra được tính nghiêm trọng của bong bóng đầu cơ; tuy nhiên, họ vẫn tiếp tục đầu tư mặc dù biết rằng rủi ro sụp đổ rất cận kề. Điều này chính nó có thể được mô tả là hành vi bất hợp lý. Dường như không có sự khác biệt hành vi đáng kể giữa cả nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức vì cả hai nhóm nhà đầu tư này đều thực hiện những thay đổi tương đồng về đặc điểm đầu tư và các hành động chủ yếu của họ thông qua những hành vi tâm lý giống nhau, bất kể một ít khác biệt về sự quá tự tin của nhà đầu tư có tổ chức. Thuyết triển vọng và phương pháp giải quyết vấn đề bằng kinh nghiệm giúp ta hiểu các yếu tố có thể có nằm dưới hiện tượng bong bóng đầu cơ, mặc dù không đưa ra câu trả lời toàn diện cho mọi vấn đề quanh những yếu tố lạ thường của thị trường. Tuy nhiên, một cách hiểu phổ biến hơn của các yếu tố này và cái cách mà các yếu tố tâm lý ảnh hưởng đến việc ra quyết định của chúng ta giúp ta tránh được những bong bóng đầu cơ tương tự và nâng cao hiệu quả của thị trường tài chính toàn cầu ngày nay. Bất chấp những thua lỗ không thể tránh được được nhận ra bởi các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, như là vụ nổ của bong bóng đầu cơ, niềm tin vào thị trường cuối năm 2008 dường như rất cao. Từ nhận thức lịch sử đầu tư dài hạn vào thị trường chúng ta đã có thể rút ra và hiểu các yếu tố ảnh hưởng thị trường, nó có thể giúp để hiểu rõ hơn tính không thể dự đoán được.

CHƯƠNG III: GỢI Ý NHỮNG GIẢI PHÁP ĐỀ ỨNG XỬ VỚI NHỮNG TÁC ĐỘNG CỦA TÀI CHÍNH HÀNH VI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Để thấy thị trường chứng khoán Việt Nam không vận hành theo bất cứ một quy luật nào. Lý thuyết thị trường hiệu quả hoàn toàn thất bại. Có lẽ đã đến lúc dùng đến các lý thuyết cơ bản dựa trên tâm lý con người để giải thích những bất thường trên thị trường chứng khoán. Bình thường một nhóm các nhà đầu tư cá nhân có thể rất bình tĩnh và sáng suốt, vậy mà cũng có lúc họ lại bị áp đảo bởi những cảm xúc tiêu cực khi các nhà đầu tư khác hành động theo một cách thức phổ biến nào đó. Hiểu một cách đơn giản nhất thì chính sự sợ hãi bị “bỏ rơi” hay thất bại khi bạn bè, người thân, hàng xóm của họ có thể kiếm tiền một cách nhanh chóng, đã đưa đến sức mạnh áp đảo của đám đông.

Và hẳn nhiên là trong suy nghĩ của rất nhiều người, tâm lý bầy đàn là cái gì đó rất xấu, rất đáng khinh, loại bỏ nó càng sớm càng tốt. Do đó một câu hỏi được đặt ra là làm sao để chấm dứt tâm lý bầy đàn trong các nhà đầu tư? Không có gì khó khăn - câu trả lời là không thể. Nhà đầu tư sẽ tự điều chỉnh hành vi của mình theo thị trường, họ sẽ rút ra bài học từ chính những thành công và thất bại của mình. Không thể có giải pháp nào được đưa ra ở đây cả. Vì tâm lý bầy đàn (hay tâm lý đám đông) là một sự tồn tại khách quan trong bất cứ một thị trường nào không riêng gì thị trường tài chính. Các bằng chứng xã hội mà các nhà tâm lý học đưa ra sau các cuộc khảo sát hoàn toàn chứng minh được điều đó.

Và lâu nay vẫn có quan niệm sai lầm cho rằng chỉ ở Việt Nam thì mới có tâm lý bầy đàn trong đầu tư như thế. Sự thật thì tâm lý đám đông (tâm lý bầy đàn) xuất hiện ở hầu hết các thị trường mới nổi thậm chí ngay cả ở các thị trường phát triển thì vẫn có những giai đoạn tồn tại tâm lý đám đông. Nếu không, lịch sử kinh tế thế giới đã không chứng kiến nhiều vụ nổ bong bóng và khoảng hoảng như khủng hoảng Hoa tulip – Hà Lan (1634-1637), bong bóng South Sea -Anh (1711-1720), khủng hoảng Bất động sản Florida- Mỹ (1920-1922), đại suy thoái thế giới 1929, khủng hoảng 1987, khủng hoảng Châu Á 1997.

Chùng nào lòng tham và sự sợ hãi còn ngự trị trong con người thì chùng ấy còn tồn tại tâm lý đám đông. Vấn đề là nhà đầu tư khôn ngoan phải biết hành xử ra sao trong một thị trường như vậy: Sẽ đi theo đám đông hay độc lập quyết định tự tin vào các nghiên cứu phân tích của mình sẽ đánh thắng thị trường?

3.1 Nền tảng để đề xuất giải pháp

Đã đến lúc cần một cái nhìn đầy đủ về tâm lý bầy đàn của nhà đầu tư. Vì thế, nên đi theo đám đông khi ý kiến của nó phù hợp với những phân tích của riêng bạn và nhanh chóng rời bỏ đám đông khi đám đông suy nghĩ ngược với bạn. Trong cả hai trường hợp đều có những thách thức nhất định. Tuy nhiên, bạn phải luôn nhớ rằng: đám đông không bao giờ sai. Khi đám đông hành động ngược lại với những gì mà hệ thống phân tích của nhà đầu tư cho biết thì quyết định đúng đắn nhất là rời bỏ đám đông đó. Nói cách khác, nhà đầu tư nên kiếm lợi hoặc nhận ra các khoản lỗ và đứng ngoài đợi cho đến khi thị trường có dấu hiệu khả quan trở lại. Thà từ bỏ một khoản lời tiềm năng còn hơn là mất một khoản vốn trước mắt. Nhưng thật sự thì cái cảm giác mà bạn đang bỏ lỡ một cơ hội kiếm tiền mười mươi là một tâm lý vô cùng khó chịu! Một nghịch lý trong kinh doanh vẫn thường xảy ra: Bản năng tự nhiên của con người và mong muốn được hòa nhập với đám đông lại là những tình huống đưa các nhà đầu tư tài chính đến bờ vực phá sản. Và hãy nhớ đừng bao giờ chống lại sức mạnh của đám đông, nhưng phải nhận thức được các quyết định đầu tư cá nhân của bạn ảnh hưởng đến sức mạnh của đám đông xung quanh bạn như thế nào.

3.2 Giải pháp về chính sách

Từ thực trạng những gì đã và đang xảy ra trên thị trường chứng khoán đã chứng minh lý thuyết thị trường hiệu quả thật sự gặp thất bại trong việc lí giải những hiện tượng chứng khoán “quá nóng” trong thời gian vừa qua, và một nghiên cứu mới về tài chính hành vi cung cấp cho những người làm chính sách những giải pháp mới dựa vào tâm lý và cách hành xử của con người để đưa ra quyết định hợp lý. Người làm chính sách có thể dựa vào 7 nguyên tắc tâm lý của con người sau đây để đưa ra chính sách kinh tế vĩ mô hợp lý để điều hành thị trường.

3.2.1 Nguyên tắc số 1: Dựa vào tâm lý đám đông của nhà đầu tư

Nhiều hành vi của chúng ta thì bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi hành vi của người khác. Chẳng hạn như quần áo chúng ta mặc hay đồ điện tử chúng ta sử dụng theo một hay trào lưu. Học theo xã hội là cách chúng ta nhìn cách hành xử của người khác và học cách hành xử theo. Trong những tình huống phức tạp mà chúng ta chưa quen, chúng ta nhìn và học một cách có ý thức hành vi của người khác-được biết như là nhóm xã hội. Thêm vào đó, chúng ta đặc biệt bị ảnh hưởng bởi những người có quyền và những người mà chúng ta kính trọng hay thích. Ảnh hưởng của hành vi con người trên những tiêu chuẩn xã hội dẫn những tiêu chuẩn xã hội đó thay đổi theo hướng tiến bộ hơn

Lý thuyết tâm cổ điển không cố gắng để giải thích sở thích của con người đến từ đâu, vì thế nó không quan tâm ảnh hưởng trực tiếp của hành vi người khác và những tiêu chuẩn xã hội lên hành vi của chúng ta. Lý thuyết này chỉ giả định chúng ta không biết những gì chúng ta muốn và rằng sở thích của chúng ta thì cố định. Lý thuyết chuẩn này tập trung giải thích quá trình ra quyết định ngắn hạn, nhưng không thể giải thích những thay đổi dài hạn trong sở thích. Vì thế cách vận hành toàn bộ thị trường, việc phát triển toàn bộ hệ thống kinh tế không phải là những chủ đề của phân tích của thuyết tâm cổ điển. Điều này sẽ là những gợi ý quan trọng cho những người làm chính sách. Vì thế, khi người làm chính sách tập trung chủ yếu vào phân tích kinh tế tâm cổ điển có lẽ sẽ tạo ra một hệ thống mà có ảnh hưởng ngay lập tức; tuy nhiên, điều này sẽ không kéo dài lâu.

Một khi những người làm chính sách xác định hành vi đặc biệt mà họ cố gắng thay đổi, họ có thể đánh giá vai trò mà những chuẩn mực xã hội đóng trong việc ảnh hưởng hành vi này. Nếu những hành vi của người khác đóng một vai trò quan trọng, điều này có thể được lan truyền. Malcolm Gladwell mô tả cách một số lượng nhỏ những người quan trọng có ảnh hưởng lớn trong cuốn sách của anh ta “The Tipping Point”, anh ta chia những người như thế thành 3 nhóm: The Mavens, the Connections, và the Salesmen. The Mavens là những người mà có kiến thức xuất sắc mà bạn cần lời khuyên của họ. The Connections có rất nhiều sự kết nối, vì thế

thông tin của họ có tiềm năng là được phân phối tới những đám đông. The Salesmen là những người có quyền lực để thuyết phục chúng ta thay đổi hành vi của chúng ta. Vì thế những người làm chính sách phải thấy sự hữu ích để tập trung nỗ lực của họ để tạo ra sự thay đổi hành vi trên nhóm người đặc biệt này người sẽ giúp lan truyền một sự thay đổi rộng lớn.

3.2.2 Nguyên tắc 2: Dựa vào thói quen

Khi chúng ta làm điều gì vượt ra ngoài thói quen của chúng ta, chúng ta thường làm nó với ít nỗ lực. Hầu hết chúng ta không trải qua thời gian dài mỗi buổi sáng cân nhắc về những gì để ăn và làm cách nào để đi đến nơi làm việc bởi vì những lịch trình như thế đã nhanh chóng trở thành thói quen. Thậm chí khi chúng ta nghĩ về những gì chúng ta làm thì thật khó để thay đổi thói quen của chúng ta. Có lẽ nó là ý kiến hay cho mọi người để sử dụng phương tiện công cộng, nhưng tôi không biết trạm dừng xe buýt ở đâu và lịch trình như thế nào, tôi nghĩ tôi nên tìm thử, nhưng tôi không biết như thế nào, vì thế tôi tiếp tục lái xe máy của tôi. Cảm giác tự thưởng – việc đi lại bằng xe máy thì dễ dàng và thuận tiện tự do- củng cố thêm thói quen xấu của tôi.

Lý thuyết tâm cổ điển nói rằng khi đưa một điểm yêu thích mọi người sẽ hành động có lý trí để tối đa hóa lợi ích của họ. Làm một cái gì đó bên ngoài thói quen thì không nằm trong lý thuyết tâm cổ điển mà lý thuyết này đòi hỏi phải phân tích kỹ lưỡng tất cả những lựa chọn sẵn có. Trong khi đó như là một phần của các chuẩn mực xã hội, những nhà tâm lý chấp nhận rằng sự thường xuyên của hành vi tâm lý quá khứ ảnh hưởng hành vi hiện tại của chúng ta. Lý thuyết tâm cổ điển không nhận ra sự tồi tại của thói quen, nó không đạt được nỗ lực chúng ta cần để trải qua để vượt qua chúng. Trong khi đó, những nhà tâm lý làm nhiều nghiên cứu trong lĩnh vực này và họ nhận ra rằng thay đổi thói quen thì khó.

Vì thế khi những người làm chính sách muốn thay đổi hành vi của con người thì nên xem xét vấn đề thói quen. Có thói quen nào cản trở việc thay đổi hành vi và nếu có thì chúng mạnh như thế nào? Những hành vi thói quen như thế có thể làm tăng nhận thức của con người như thế nào? Động cơ nào, tài chính hay không tài

chính, mà mọi người được trao cho để giúp họ thay đổi hành vi và những phản hồi nào có thể được đưa ra để giúp củng cố hành vi mới và gắn chặt nó như là hành vi mới? Những phản hồi này có thể được chấp nối để xuất hiện gần với thời điểm hành động tối đa hóa hiệu quả của việc nghiên cứu?

3.2.3 Nguyên tắc 3: Cảm giác “công bằng” tác động tới hành vi của con người

Có nhiều trường hợp khi chúng ta làm một việc gì đó cho người khác và chúng ta sẽ bị tổn thương nếu họ trả tiền; ví dụ khi chúng ta mời bạn đến ăn tối. Rõ ràng rằng trong những trường hợp như thế một phần thưởng tài chính sẽ đang làm giảm động lực đáng kể để tiếp tục hành vi. Thậm chí trong những trường hợp ít nhấn mạnh nhất, như là làm từ thiện, tiền sẽ làm giảm động lực bởi vì nó giảm đi cái cảm giác ấm áp của việc có một thứ gì đó tốt. Trong những trường hợp khi chúng ta được khuyến khích một cách tự nhiên để làm những điều tốt, chúng ta sẽ cảm thấy xấu và có cảm giác tội lỗi khi chúng ta làm sai. Cảm giác này có thể được giảm nếu chúng ta nhận được một sự trừng phạt, bởi vì sau khi bị trừng phạt chúng ta cảm thấy chúng ta đã trả cho lỗi lầm và chúng ta lại có một lương tâm trong sạch. Điều này dẫn đến sự trừng phạt kém hiệu quả vì chúng ta tiếp tục hành vi xấu của chúng ta cùng với việc chấp nhận một hình phạt.

Mỗi người cũng có một cảm giác vốn có về tính công bằng. Trong những trường hợp khi mọi người rõ ràng có vị trí mặc cả mạnh hơn, rất thường xuyên họ sẽ không sử dụng điều này và chia sự đạt được thành 50/50 hơn là yêu cầu thêm cho chính họ. Cảm giác công bằng của chúng ta cũng dẫn chúng ta trừng phạt việc làm sai của người khác, thậm chí chúng ta bỏ tiền để làm việc này.

Những nhà kinh tế thực nghiệm đã tìm thấy rằng sự công bằng thì rất quan trọng mà không phải là một khái niệm quan trọng cho con người có lý trí được mô hình hoá trong lý thuyết tân cổ điển. Ví dụ, sự sẵn sàng của người ta để trả cho hàng hoá công cộng cũng là một hình thức của sự công bằng – mọi người tin rằng chi phí nên được phân phối công bằng giữa những người có trách nhiệm cho sự

công bằng của hàng hoá công và những người có lợi từ việc đó. Với sự công bằng được nhận thức cao, mọi người sẵn sàng đóng góp hơn nữa.

Những người làm chính sách nên xem xét mọi người nhận thức như thế nào về hành vi mà họ cố gắng thay đổi. Nếu nó được xem là đáng xấu hổ, nó có lẽ kém hiệu quả để giới thiệu một hình phạt. Nếu nó được xem là việc đúng để làm, nó có lẽ kém hiệu quả khi đưa cho một phần thưởng tài chính. Kích thích của bất kỳ động cơ tài chính nào nên được xem xét cẩn thận – một sự trừng phạt lớn sẽ là một trở ngại, và trả cho người tự nguyện một khoản lương đủ cao có lẽ sẽ khuyến khích họ. Sự xem xét nên gắn với cảm giác công bằng của con người, và ngược lại sự quan tâm nên được thực hiện theo cách hiệu quả để không làm cho mọi người cảm thấy chính sách không công bằng, bởi vì điều này sẽ ảnh hưởng đến sự cam kết trong tương lai.

3.2.4 Nguyên tắc 4: Tự điều chỉnh hành vi

Chúng ta có mong đợi về hành vi của chúng ta, và nhận thức của người khác về hành vi của chúng ta. Chúng ta không thích cảm thấy rằng hành động của chúng ta vượt ra ngoài những mong đợi hay giá trị hay thái độ - nó làm chúng ta cảm thấy không thoải mái. Nếu chúng ta thấy chúng ta đang làm một điều gì đó không thoải mái với thái độ, giá trị hay mong đợi của chúng ta, thì chúng ta sẽ thay đổi thái độ và giá trị để chứng minh hành động của chúng ta. Ở những nơi chúng ta biểu hiện niềm tin, chúng ta có khuynh hướng thay đổi hành vi để giữ tính tương xứng với những hành vi này. Theo cách này, cam kết thì rất quan trọng: khi một người hứa để làm một cái gì đó, họ có xu hướng gắn với hành vi này mặc dù có hay không có phần thưởng hay sự trừng phạt. Vì thế những người làm chính sách nên xem xét có hay không tính thực tế để bắt mọi người thực hiện cam kết, và nếu thế, thì cách nào làm cho những cam kết đó có hiệu quả. Những giải pháp mà những người làm chính sách phải chú ý là: nhấn mạnh lời cam kết viết thay vì nói; nên có những cam kết công chúng; tìm kiếm những nhóm người đưa ra lời cam kết hiệu quả; xem xét những hiệu quả về chi phí để đạt được những cam kết; giúp mọi người đưa ra quan điểm của họ và không nên sử dụng cưỡng ép để có những lời cam kết.

3.2.5 Nguyên tắc 5: Sự không yêu thích rủi ro của nhà đầu tư

Khi đưa ra hình thức trừng phạt hay khen thưởng, người làm chính sách nên xem xét kỹ hành vi này của nhà đầu tư. Một sự trừng phạt gây cản trở nhiều hơn so với một phần thưởng khi chúng có cùng kích thước tương tự. Việc đe dọa mất uy tín sẽ là động cơ mạnh mẽ cho việc không làm gì cả. Rủi ro mà mọi người có xu hướng chấp nhận để tránh một mất mát lớn hơn, vì thế sự trừng phạt có thể được thiết kế để kìm chế hành vi xấu của nhà đầu tư có thể gây phản ứng ngược và khuyến khích mọi người làm cái gì đó xấu hơn để tránh lỗ lãi.

3.2.6 Nguyên tắc 6: Quá tự tin và phản ứng thái quá của nhà đầu tư

Chúng ta về bản chất tự nhiên rất dễ tính toán mọi thứ, đặc biệt khả năng, và sự lựa chọn của chúng ta thì bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi cách mà một vấn đề được trình bày với chúng ta. Chúng ta thường đánh giá quá cao cái mà chúng ta có thể tưởng tượng, đặc biệt nếu nó là một phần của sự sợ hãi, ví dụ như giá cổ phiếu có thể lên, những thứ mà đưa chúng ta một sự trải nghiệm ngắn. Ngược lại, chúng ta đánh giá thấp những thứ mà xảy ra thường xuyên, hay những thứ mà xảy ra trong tương lai. Sự yêu thích của chúng ta thì không tương xứng với thời gian. Điều này thường biểu hiện trong cách mọi người chọn phần thưởng ngắn hạn bỏ qua dài hạn, như đầu tư vào cổ phiếu ngắn hạn.

Đối với khung có sẵn, nếu chúng ta phải làm một quyết định giữa hai hành động, chúng ta sẽ bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi cách mà hai kết quả có thể được trình bày trước chúng ta. Nếu một người đang sắp đối diện với một mất mát và người khác đang hoà vốn hay sắp đạt được một khoản lãi, thì chúng ta sẽ tránh những mất mát hiển nhiên – thậm chí khi hai kết quả thì giống nhau về tính toán.

Vì thế, những người làm chính sách mà liên quan đến động cơ tài chính hay cản trở tài chính nên chú ý những thiên hướng trên của con người và trực giác về khả năng, và sử dụng hiệu quả của thuyết “khung có sẵn” “Framing”. Chẳng hạn, nếu việc trừng phạt thì được sử dụng cho sự không tuân theo, thông tin được công bố về chúng nên được mô tả sống động để kích thích trí tưởng tượng vào trong suy nghĩ “một hình phạt thì thật khủng khiếp”. Ngược lại, nếu phần thưởng thì được sử

dụng để làm tăng sự tuân thủ, những điều này nên cũng nên được làm cho dễ thấy. Thêm vào đó việc mất mát ngay lập tức thì lớn hơn giải thưởng dài hạn, vì thế người làm chính sách nên tìm giải pháp để tránh mất mát tức thì.

3.2.7 Nguyên tắc số 7: Con người trở nên thụ động khi bị dẫn dắt bởi quá nhiều thông tin

Mọi người ghét cảm giác mình không có ích và không thể kiểm soát và khi họ có cảm giác đó, họ thấy mình không có năng lực để làm một thứ gì đó để thay đổi tình huống. Ngược lại, khi họ cảm thấy có khả năng kiểm soát, họ có động lực để thay đổi những thứ tốt hơn. Những thứ làm cho con người có khả năng hay không có khả năng kiểm soát là thông tin, sự chọn lựa và tầm quan trọng của việc tham gia. Khi quá nhiều thông tin sẽ dẫn người ta đến cảm giác không có ích và thụ động. Ví dụ, khi tôi quan tâm về sự thay đổi cách phân tích để quyết định mua cổ phiếu khác cổ phiếu mà mọi người đang đổ xô mua, nhưng nó quá phức tạp để giải quyết đến nỗi tôi không biết bắt đầu từ đâu, vì thế tôi sẽ bắt đầu hành xử như trước kia, đó là đi theo số đông để mua cổ phiếu như họ. Còn đối với sự lựa chọn thì có quá nhiều sự lựa chọn cũng có một ảnh hưởng xấu. Chúng ta cảm thấy bị lấn áp và không biết chọn cái nào, bằng cách đó thường không chọn gì cả. Thậm chí khi chọn được chúng ta cũng cảm thấy không thoả mãn và nghĩ rằng có lẽ chúng ta đang chọn sai.

Trong thuyết kinh tế cổ điển, mọi người được nghĩ là có lý trí để chọn cái tốt nhất phù hợp với sự yêu thích của họ. Thêm vào đó, thông tin và sự lựa chọn thì luôn luôn được xem là tốt. Sử dụng lý thuyết này, những người làm chính sách nên đảm bảo rằng mọi người luôn luôn có nhiều thông tin và nhiều thứ để chọn lựa. Tuy nhiên lý thuyết kinh tế hành vi nói rằng quá nhiều lựa chọn và quá nhiều thông tin có thể lấn áp và dẫn tới cảm giác không có ích của con người. Vì thế người làm chính sách nên chú ý đến điều này, bởi vì trái với lý thuyết cơ bản, quá nhiều thông tin hay sự lựa chọn có thể kém hiệu quả. Họ nên chắc chắn rằng những mục tiêu cá nhân không bị dẫn dắt bởi thông tin hay những luật lệ thủ tục quá dài dòng. Đặc biệt

những người làm chính sách nên nhận thức rằng người ta không thích quá nhiều thông tin.

Tóm lại, từ những nghiên cứu hành vi, tâm lý và nghiên cứu thực nghiệm cho thấy trong hầu hết trường hợp những lý thuyết kinh tế cơ bản không thể mô tả chính xác hành vi của con người và vì thế có lẽ đưa đến những kết quả không mong đợi khi thực hiện chính sách. Vì thế, những người làm chính sách nên tập trung vào tâm lý của con người khi xây dựng chính sách.

3.3 Xây dựng phương pháp đầu tư dựa vào mục tiêu của nhà đầu tư

Với phương pháp này, những nguyên tắc đầu tư thì được định nghĩa lại từ quan điểm của nhà đầu tư. Chúng ta sẽ định nghĩa lại hiệu quả của một danh mục đầu tư gắn với mục tiêu của nhà đầu tư thay vì dựa vào phương pháp đo lường rủi ro và lợi nhuận truyền thống. Quản trị rủi ro cũng dựa vào mục tiêu của khách hàng, sử dụng những phương pháp nắm bắt rủi ro gắn với đạt được mục tiêu. Dựa vào những đo lường truyền thống của hiệu quả danh mục và rủi ro, chúng ta sẽ tạo ra giải pháp đầu tư bằng cách gắn mỗi mục tiêu với một chiến lược hợp lý hơn là tạo ra một danh mục tổng thể. Giải pháp đầu tư thì được đánh giá lại theo thời gian, đạt được sự nhất quán với hoàn cảnh mới và những thay đổi mục tiêu.

Mặc dù phương pháp này thì chắc chắn phức tạp hơn phương pháp truyền thống của đo lường sự giàu có, nó đưa ra những lợi ích có giá trị. Những nhà đầu tư nên tự tin trong những chiến lược mà chúng thật sự rõ ràng gắn với mục tiêu riêng của nhà đầu tư. Họ nên cũng có một sự hiểu rõ ràng về cách tiếp cận rủi ro mà liên quan trực tiếp đến mục tiêu đầu tư. Tự tin lớn hơn và sự rõ ràng sẽ không trình bày sự thất vọng khi thị trường giảm; tuy nhiên, nhà đầu tư nên được chuẩn bị tốt hơn khi thị trường giảm. Thêm vào đó, phương pháp này nên tăng tất cả khả năng để đạt được mục tiêu.

3.3.1 Đáp ứng mục tiêu của nhà đầu tư

Mục tiêu của nhà đầu tư được trình bày tốt nhất trong khái niệm của nhu cầu cuộc sống, chuyên giao sự giàu có, và những phần quà từ thiên. Nhu cầu cuộc sống mô tả đó là số vốn mà được đòi hỏi để đạt được một tiêu chuẩn sống như mong muốn. Sự chuyển giao giàu có liên quan tới khoản quỹ mà được chuyển giao tới con

cái hay những thành viên trong gia đình. Những phần quà từ thiện trình bày sự hỗ trợ cho cộng đồng mà nhà đầu tư mong muốn đóng góp. Quản trị sự giàu có đòi hỏi kế hoạch cho việc sử dụng ba khoản này.

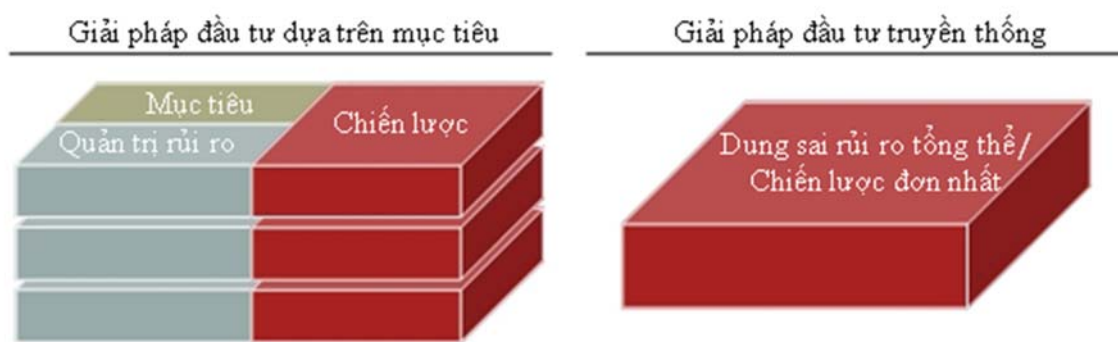
Có một sự hạn chế trong phương pháp truyền thống trong việc đáp ứng mục tiêu của nhà đầu tư. Sự quan tâm đặc biệt đó là khoảng cách giữa những giả định của tài chính chuẩn, mà đòi hỏi phương pháp thống kê như là tỷ suất sinh lợi mong đợi, độ lệch chuẩn, và Sharp tỉ lệ, và quan điểm của nhà đầu tư cá nhân, mà dựa vào mục tiêu và tâm lý cơ người. Phương pháp này tìm kiếm cải thiện thực tế đầu tư truyền thống, tăng khả năng đạt được mục tiêu đầu tư khi thị trường mạnh và yếu. Cơ hội được xác định trong lĩnh vực đo lường rủi ro và quản trị khuynh hướng hành vi.

Trong khi đó phương pháp dựa vào mục tiêu là quá trình đầu tư dựa vào mục tiêu kết nối mục tiêu của khách hàng với mục tiêu quản trị rủi ro và chiến lược đầu tư. Mục tiêu của khách hàng dựa vào việc sử dụng cuối cùng của danh mục đầu tư, như là nhu cầu cuộc sống tương lai và hiện tại. Mục tiêu quản trị rủi ro thì được trình bày trong khái niệm đo lường rủi ro mà gắn với mục tiêu đặc biệt. Chiến lược mục tiêu được thiết kế hiệu quả trong phạm vi mục tiêu quản trị rủi ro và mục tiêu tương ứng của họ. Mỗi sự kết nối của mục tiêu, mục tiêu của quản trị rủi ro và chiến lược đầu tư có lẽ hình thành danh mục đại diện riêng biệt, mà chúng ta gọi là một tập hợp tài sản và khi tập hợp tài sản được kết nối sẽ tạo ra một giải pháp đầu tư đầy đủ.



Hình 3.1: Quá trình đầu tư dựa vào mục tiêu

Hình 3.2 so sánh giải pháp đầu tư dựa vào mục tiêu với giải pháp đầu tư truyền thống. Với quá trình đầu tư truyền thống, danh mục hiệu quả sử dụng thuyết đầu tư cơ bản. Sự cho phép rủi ro tổng thể của nhà đầu tư được thiết lập thông qua hồ sơ rủi ro. Sự ước tính mức cho phép sau đó dẫn dắt tới một trong những danh mục hiệu quả. Đầu tư dựa vào mục tiêu cải thiện phương pháp truyền thống bằng cách kết hợp chiến lược đầu tư với mục tiêu của nhà đầu tư cá nhân. Phương pháp này có lẽ không hợp lý cho tất cả những nhà đầu tư, đặc biệt những người không có mục tiêu chính xác, nhưng khi những mục tiêu này được xác định thì nó có lợi ích giá trị.



Hình 3.2: Đầu tư dựa vào mục tiêu so với đầu tư truyền thống

Ý kiến cho rằng nhà đầu tư đòi hỏi chiến lược đa dạng cho mục tiêu khác nhau thì không mới, nhưng để đạt được tính hợp lý thì phải gắn những ngụ ý của thuyết hành vi với tài chính truyền thống.

Mặc hạn chế của phương pháp đầu tư dựa vào mục tiêu thì phức tạp, gây ra sự thách thức cho việc thực hiện. Giữa những vấn đề được giải quyết cho việc thực hiện thành công là mức độ đa dạng yêu cầu của khách hàng và quá trình cho phát triển chiến lược đầu tư. Một phương pháp có hiệu quả và hợp lý là để xây dựng một dãy sản phẩm đầu tư mà có thể thích hợp với mục tiêu của nhà đầu tư. Sau đó chúng ta sẽ tạo ra giải pháp riêng bằng cách chọn bộ sản phẩm dựa trên nền tảng mục tiêu. Với phương pháp này, sản phẩm được phát triển theo kết quả đạt được hay mục tiêu quản trị rủi ro. Ví dụ, xem xét một chiến lược quản trị để giới hạn rủi ro của việc giảm giá trị của một danh mục 10% hay hơn nữa. Chiến lược này mang đặc điểm

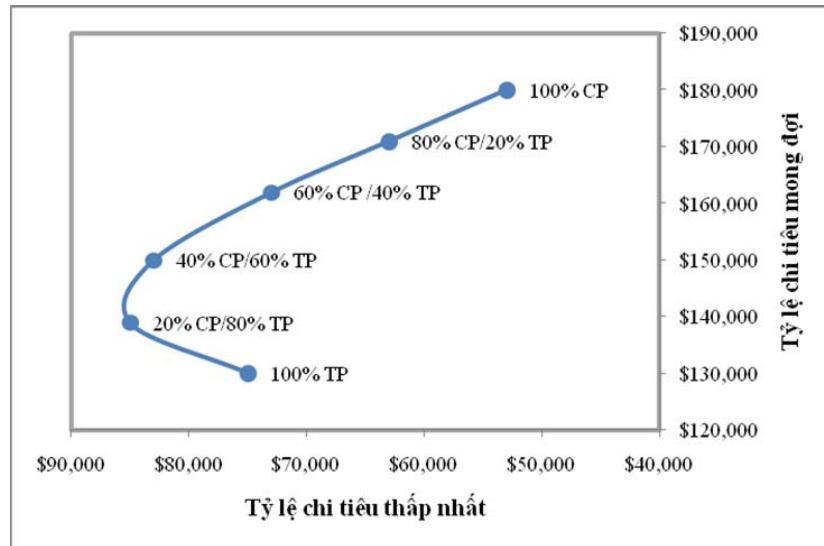
mục tiêu quản trị rủi ro. Nó có lẽ gắn với một tập hợp tài sản cho chi tiêu cuộc sống ngắn hạn mà cần một mức độ cao của sự ổn định vốn gốc. Một chiến lược thứ hai với những mục tiêu khác nhau, có thể được quản trị để giới hạn rủi ro tại một thời điểm đặc biệt trong tương lai mà không xem xét đến sự ổn định của vốn gốc. Nói cách khác, chiến lược thứ hai cho phép sự dao động ngay khi nó không ảnh hưởng đến kết quả tại thời điểm trong tương lai. Nó có lẽ được sử dụng cho một tập hợp tài sản với thời điểm đầu tư được xác định rõ ràng, có lẽ là thời điểm về hưu. Với cả hai chiến lược, mục tiêu quản trị rủi ro thì gắn với mục tiêu của nhà đầu tư cho một tập hợp tài sản đặc biệt.

3.3.2 Đầu tư đáp ứng nhu cầu cuộc sống hiện tại

Có vài chiến lược mà có thể áp dụng liên quan tới nhu cầu cuộc sống hiện tại, bao gồm chiến lược lợi nhuận tuyệt đối, đáp ứng mục tiêu dòng tiền và chiến lược thu nhập. Việc lựa chọn chiến lược dựa vào cách mà quyết định được đóng khung. Ví dụ, có phải nhà đầu tư đặt ra mục tiêu dòng tiền cho mỗi giai đoạn, chỉ ra rằng việc hoà hợp dòng tiền có lẽ hợp lý? Có phải nhà đầu tư được khuyến khích để đáp ứng nhu cầu cuộc sống thông qua lãi coupon và cổ tức mà không kéo theo sự giảm của vốn gốc? Chúng ta biết rằng theo lý thuyết đầu tư truyền thống, nhà đầu tư biết mối quan hệ giữa lợi nhuận mong đợi và rủi ro của danh mục. Lợi nhuận mong đợi cao là phần thưởng cho việc gánh chịu thêm rủi ro. Rủi ro được đo lường trong lý thuyết truyền thống là độ lệch chuẩn của rủi ro. Khi một danh mục được sử dụng cho chi tiêu cuộc sống, chúng ta có thể tạo ra một khung khác mà có nghĩa hơn với nhà đầu tư bằng cách định nghĩa lại lợi nhuận và rủi ro. Với phương pháp đo lường rủi ro và lợi nhuận mới, hiệu quả của danh mục mang ý nghĩa khác. Chúng ta có thể tạo ra vùng hiệu quả mà so sánh với vùng hiệu quả truyền thống của Markowitz nhưng gắn với mục tiêu của nhà đầu tư.

Trong hình 3.3, chúng ta chỉ ra vùng lợi nhuận và rủi ro sử dụng phương pháp đo lường dựa vào mục tiêu cuộc sống. Chúng ta xây dựng hai loại tài sản, chứng khoán U.S và trái phiếu U.S, và sử dụng số liệu từ 1926 đến 2002 để tính toán việc phân phối lợi nhuận cho mỗi danh mục. Nhà đầu tư được giả định rút ra từ danh

mục tài sản 1 triệu USD và số tiền này sẽ cạn kiệt sau khi chi tiêu cho chi phí cuộc sống trong vòng 10 năm.



Hình 3.3: Vùng của cơ hội lợi nhuận và rủi ro cho chi tiêu cuộc sống hiện tại.

Phần thưởng hay lợi nhuận được định nghĩa trong hình 3.3 như là tối đa hóa số lượng chi tiêu mà danh mục mong đợi để tạo quỹ. Việc đo lường mà chúng ta sử dụng là một giá trị mong đợi, hay trung bình của tất cả kết quả tiềm năng. Rủi ro đối với mục tiêu của việc đối đa hóa chi tiêu là chi tiêu rớt xuống mức mong đợi. Những phương pháp khác nhau cho việc đo lường rủi ro có thể dẫn tới kết luận khác nhau. Với lý do này, phương pháp tiếp cận rủi ro đáng được quan tâm đặc biệt. Chúng ta biết rằng những người đi trước sử dụng phương pháp dòng tiền, thường định nghĩa rủi ro theo kết quả cuối cùng sau một giai đoạn đầu tư của 10 đến 20 năm hay hơn nữa. Họ có lẽ tập trung vào kết quả có thể xấu nhất cho số lượng chi tiêu mà danh mục có thể có, tính theo trung bình qua một giai đoạn đầu tư. Những

Hình 3.3: Vùng của cơ hội lợi nhuận và rủi ro cho chi tiêu cuộc sống hiện tại. đó. Phương pháp này có lợi ích khi kết nối việc đo lường rủi ro với mục tiêu của nhà đầu tư. Tuy nhiên vẫn có hạn chế là nó không xem xét rủi ro đến và đi trước ngày trong tương lai. Đối với dòng tiền trung bình hay kết quả khác mà được đo lường vào thời điểm cuối cùng của một giai đoạn đầu tư, luôn luôn có một viễn

cảnh mà kết quả mong đợi thì đạt được chỉ sau khi xuất hiện sự không chắc chắn trên đường đi. Tại điểm mà kết quả thì không chắc chắn, nhà đầu tư thì bị bắt buộc để xem xét lại tình huống của anh ta. Mục tiêu cuộc sống có lẽ giảm dần và kế hoạch được thay đổi. Chiến lược đầu tư ban đầu được thay thế, cả giảm sự hào hứng để tránh mất mát thêm hay cả tăng sự hào hứng trong một nỗ lực để bù đắp lỗ quá khứ. Ngụ ý là sự giàu có của cá nhân phụ thuộc vào kết quả qua quá trình đầu tư, không chỉ trên trung bình hay kết quả cuối cùng. Khi người ta mất sự tự tin mà họ sẽ tiến tới mục tiêu của mình, thậm chí nếu sự tự tin thì cuối cùng được duy trì thì ít khi có kết quả như ý muốn.

Trong hình 3.3 chúng ta sử dụng phương pháp đo lường mà xem xét con đường mà nhà đầu tư trải qua giữa hiện tại và tương lai. Chúng ta ước tính tỉ lệ chi tiêu có thể chịu đựng thấp nhất mà có thể xuất hiện trước ngày trong tương lai. Tỉ lệ chi tiêu này thì được định nghĩa như là số lượng chi tiêu mà nhà đầu tư có thể tự tin đạt được mà không cạn kiệt nguồn vốn. Tỉ lệ chi tiêu có thể chịu đựng thấp nhất xem xét mức độ thấp nhất mà tỉ lệ chi tiêu có thể chịu đựng được có thể tiến tới tại bất kỳ thời điểm nào trước ngày đáo hạn. Nó được định nghĩa sử dụng 99% độ tin cậy, cho phép 1% khả năng mà tỉ lệ chi tiêu sẽ rớt xuống mức độ xấu nhất. Đây là việc đo lường sự kiện đặc biệt hơn là đo lường giai đoạn. Nó xem xét rủi ro mà việc chi tiêu có thể rớt xuống tới một mức độ nào đó bất kể thời gian xảy ra sự kiện. Mặc dù chúng thì khó để tính toán hơn việc đo lường giai đoạn, đo lường theo sự việc xảy ra thì liên quan tốt hơn với nhận thức đầu tư cá nhân về thành công hay thất bại của chiến lược đầu tư.

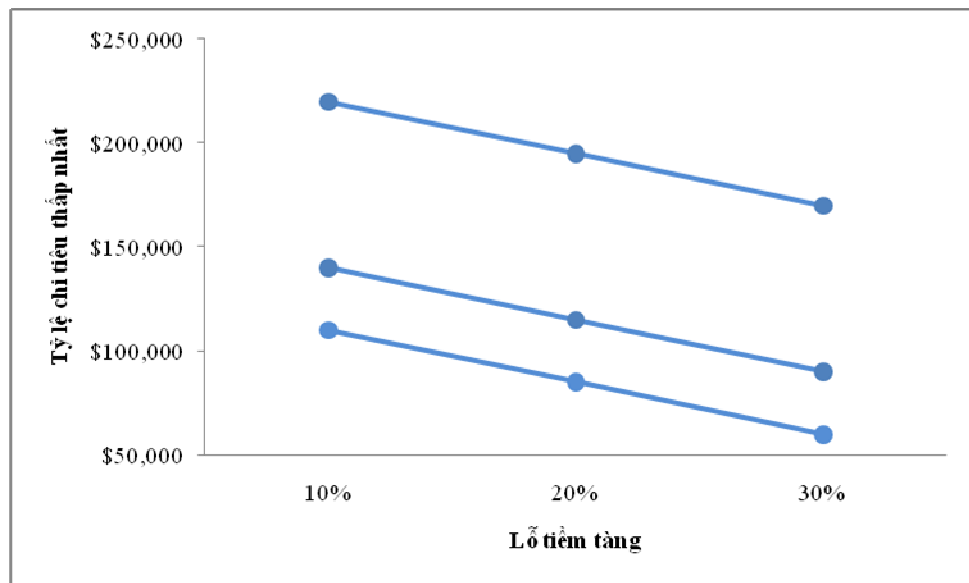
Lý tưởng hơn, sự giao tiếp giữa nhà tư vấn và nhà đầu tư nên được dựa vào phần thưởng và rủi ro như trình bày trong hình 3.3. Nhà đầu tư nên được trang bị tốt hơn để lựa chọn đầu tư khi quyết định thì được đóng khung liên quan đến mục tiêu của họ. Những nhà đầu tư có tổ chức nhận ra tầm quan trọng của việc đo lường dựa vào kết quả thành những khoản mà có ích hơn với họ. Ví dụ, những người hỗ trợ kế hoạch lương hưu sử dụng mô hình tài sản - nợ phải trả để hiểu về ngụ ý của quyết định đầu tư của họ cho việc chi tiêu lương hưu và kế hoạch phân phối, những đo

lượng tài chính rất quan trọng cho việc thành công hay thất bại của một chính sách. So sánh với nhà đầu tư có tổ chức, nhà đầu tư cá nhân thường cảm thấy ít quen với lý thuyết đầu tư và với thống kê truyền thống được sử dụng để đo lường kết quả và rủi ro. Vì thế, họ có lẽ có một nhu cầu lớn hơn để trình bày lại đặc điểm của danh mục trong khái niệm non-investment.

3.3.3 Thực hiện việc đo lường mới của tỷ suất sinh lợi và rủi ro

Những lý thuyết kinh tế tân cổ điển dựa toàn bộ vào đo lường rủi ro và lợi nhuận mà hầu hết ít có ý nghĩa với khách hàng. Từ những tiêu chuẩn cơ bản của lý thuyết này, nó có thể khó khăn để xây dựng danh mục dựa vào đặc điểm như trong hình 3. Hai quan sát có thể giúp giải quyết mâu thuẫn này. Quan sát thứ nhất là tỉ lệ chi tiêu mong đợi thì được quyết định phần lớn bởi lợi nhuận mong đợi của danh mục. Lợi nhuận mong đợi của danh mục càng cao, nhà đầu tư mong đợi chi tiêu trong mỗi giai đoạn càng lớn mà không cạn kiệt nguồn vốn. Quan sát thứ hai là tỉ lệ chi tiêu có thể chống đỡ thấp nhất liên quan đến rủi ro của danh mục, được đo lường bởi mất mát tiềm năng. Mất mát tiềm năng càng lớn, việc giảm trong chi tiêu có thể chống đỡ được càng nghiêm trọng. Giống như tỉ lệ chi tiêu có thể chống đỡ thấp nhất, mất mát tiềm năng là một đo lường rủi ro sự kiện riêng biệt mà được ước tính sử dụng động cơ theo Monte-Carlo và vùng tin cậy. Nó xem xét số lượng mà nhà đầu tư có thể mất giữa hai điểm tại một thời điểm, từ điểm đỉnh tới điểm đáy.

Chúng ta mô tả mối quan hệ giữa mất mát tiềm năng và tỉ lệ chi tiêu có thể chống đỡ thấp nhất trong hình 3.4. Chúng ta xem xét danh mục với mất mát tiềm năng là 10%, 20%, và 30%. Trong mỗi trường hợp, chúng ta giả định tỉ suất sinh lợi mong đợi của danh mục là 6%. Chúng ta sau đó đo lường tỉ lệ chi tiêu có thể chống đỡ thấp nhất thông qua một vùng đầu tư là 10, 20, và 30 năm cho một tập hợp tài sản 2 triệu đô la. Tỉ lệ chi tiêu có thể chống đỡ thấp nhất rút theo chiều dài của thời gian đầu tư bởi vì tỉ lệ chi tiêu phải được đạt được cho giai đoạn dài hơn, và như đã đề cập ở trên tỉ lệ này cũng giảm khi rủi ro tiềm tàng tăng lên.



Hình 3.4: Mối quan hệ giữa lỗ tiềm năng và tỉ lệ chi tiêu có thể chống đỡ thấp nhất.

3.3.4 Chiến lược bảo vệ cuộc sống

Nhà đầu tư và những chuyên gia tư vấn có thể sử dụng mối quan hệ giữa chi tiêu có thể chống đỡ được và rủi ro tiềm năng để chọn một danh mục đầu tư. Nhà đầu tư quyết định tỉ lệ chi tiêu có thể chống đỡ nhỏ nhất dựa vào nhu cầu của cuộc sống. Tỉ lệ chi tiêu có thể chống đỡ nhỏ nhất có thể chuyển thành mục tiêu cho mất mát tiềm năng theo mối quan hệ được trình bày trong hình 3.4. Nhà đầu tư và những chuyên gia tư vấn có thể xem xét những danh mục thay thế với lỗ tiềm năng bằng hay thấp hơn mục tiêu và chọn một danh mục với tỉ suất sinh lợi cao nhất. Quá trình này chỉ ra các phương pháp xây dựng danh mục khác nhau hơn những cái mà được sử dụng chung ngày nay. Những danh mục được xây dựng để quản lí mối quan hệ tương ứng giữa lợi nhuận mong đợi và rủi ro tiềm năng hơn là quản trị rủi ro so với một chỉ số. Nói cách khác, mục tiêu lợi nhuận được trình bày trong hình thức tuyệt đối hơn là tương đối. Những chiến lược cho việc quản trị kết quả tuyệt đối thì phổ biến trong khu vực quỹ mạo hiểm, nơi mà chúng thường được gọi là chiến lược lợi nhuận tuyệt đối. Mục tiêu của kết quả tuyệt đối có thể được kéo dài tới những loại tài sản khác bằng cách hạn chế của lỗi có sẵn mà thường hướng dẫn việc chọn chứng khoán. Các loại tài sản sau đó có thể được kết hợp để tạo ra một

chiến lược đa dạng với đặc điểm mong đợi cho tỉ suất sinh lợi mong đợi và mất mát tiềm tàng. Những chiến lược này được gọi là chiến lược bảo vệ cuộc sống. Chiến lược này có lợi ích là kết nối quá trình đầu tư với mục tiêu chi tiêu. Một lợi ích khác nữa là nhà đầu tư có thể chọn chiến lược bảo vệ cuộc sống theo đặc điểm kết quả. Chiến lược được mô tả bởi đo lường phần thưởng và rủi ro, và nhà đầu tư làm một lựa chọn dựa vào cân bằng sở thích của họ giữa hai đặc tính này. Ví dụ, tỉ lệ chi tiêu mong đợi có thể được tăng nếu nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận tỉ lệ chi tiêu có thể chống đỡ được thấp nhất trong trường hợp xấu nhất. Điều này khác phương pháp truyền thống của những danh mục được làm cho khác nhau bằng cách trộn những tài sản khác nhau. Khi những đặc tính được cung cấp cho chiến lược truyền thống, chúng được trình bày trong thuật ngữ đầu tư sử dụng việc đo lường từng giai đoạn riêng biệt, mà không có mối quan hệ rõ ràng với mục tiêu đầu tư. Tuy nhiên, chiến lược bảo vệ cuộc sống có một hạn chế là kết quả được thể hiện trong thị trường bùng nổ. Để quản trị rủi ro tiềm năng, những chiến lược này được xây dựng với beta ít hơn 1 với thị trường bùng nổ. Vì thế, chúng có xu hướng gắn với chỉ số của thị trường bùng nổ hơn trong khi đánh giá quá cao trong thị trường giảm điểm.

3.3.5 Đáp ứng mục tiêu dòng tiền

Trong một vài trường hợp mục tiêu cuộc sống hiện tại có thể được trình bày chính xác hơn sử dụng mục tiêu cho số lượng tiền được đòi hỏi trong mỗi giai đoạn. Khi những mục tiêu này thể hiện trong việc sử dụng mục tiêu dòng tiền chính xác, kết hợp dòng tiền có thể được xem là phương pháp tốt nhất. Danh mục trái phiếu bao gồm dài hạn, ngắn hạn và trung hạn (ladder) có thể được xây dựng để gắn chi tiêu của nhà đầu tư với những dòng tiền được tạo ra bởi danh mục. Mục tiêu quản trị rủi ro trong trường hợp này là để đảm bảo mức độ chắc chắn cao về dòng tiền mục tiêu.

Số lượng câu hỏi có thể hỏi để kiểm tra có dòng tiền mục tiêu trong một tình huống đặc biệt nào hay không. Đầu tiên, mục tiêu chi tiêu có xu hướng thay đổi? Với những thay đổi đối với mục tiêu của việc thống nhất dòng tiền, trái phiếu ladder có lẽ cần được bán trước ngày đáo hạn tại những mức giá không thích hợp.

Vì thế, nếu vì đáp ứng mục tiêu dòng tiền đòi hỏi bán trái phiếu ladder với mức giá không thể được dự báo chính xác, thì sự hoà hợp dòng tiền có lẽ không là phương pháp tốt nhất. Thứ hai, có phải nhà đầu tư thoả mãn với lợi tức có sẵn trong danh mục có dòng tiền hoà hợp? Nhà đầu tư tìm kiếm lợi nhuận cao có lẽ thấy thích hợp hơn với những chiến lược mà được đầu tư đa dạng hơn là một tập hợp trái phiếu ladder. Thứ ba, có phải nhà đầu tư thoả mãn tập trung vào dòng tiền mà không lo lắng về giá trị thị trường của danh mục? Trong khi dòng tiền của họ được cố định khi giữ tới ngày đáo hạn, trái phiếu được giữ trong danh mục ladder có thể có dao động đáng kể. Đối với những nhà đầu tư mà không thích sự dao động, một phương pháp tốt hơn có lẽ là quản trị sự dao động trực tiếp hơn là quản trị dòng tiền bởi vì mục tiêu bảo tồn vốn.

Nếu những câu trả lời tới bất kỳ một câu hỏi nào đề nghị rằng việc đáp ứng dòng tiền mục tiêu không phải là phương pháp tốt nhất thì phương pháp bảo vệ cuộc sống có lẽ thích hợp hơn. Tuy nhiên, nếu những điều kiện đúng được trình bày thì phương pháp đáp ứng dòng tiền mục tiêu có một lợi ích đáng kể. Một dòng tiền mục tiêu cung cấp một sự thoả mãn cao mà mục tiêu của nhà đầu tư được đáp ứng. Nhà đầu tư có lẽ ở trong một tình huống tốt hơn để theo đuổi mục tiêu khác một khi dòng tiền mục tiêu được thiết lập. Sau khi phân bổ vốn tới nhu cầu cuộc sống hiện tại, nhà đầu tư biết chính xác bao nhiêu vốn thì có sẵn cho mục tiêu khác và có thể xác định những chiến lược để đáp ứng mục tiêu này.

3.3.6 Đầu tư cho một vùng kế hoạch cố định

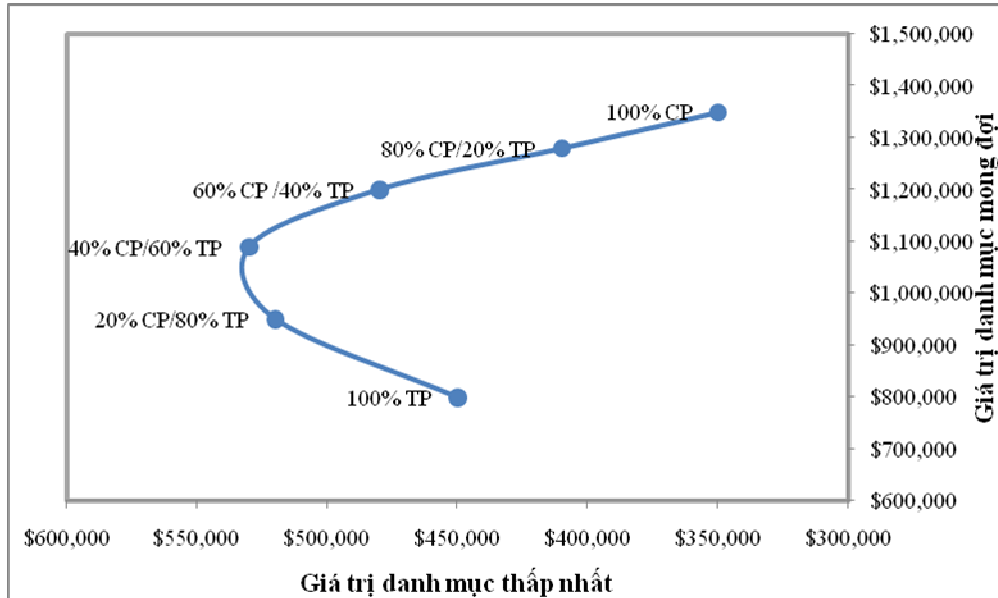
Đối với những danh mục được sử dụng cho việc phát triển hơn là chi tiêu hiện tại, một lần nữa lại có sự đa dạng trong chiến lược mà có thể thích hợp với việc lựa chọn chiến lược phụ thuộc vào cái cách mà quyết định được đóng khung. Chúng ta sẽ xây dựng khung quyết định mang đặc điểm của vùng kế hoạch cố định. Vùng kế hoạch có thể hoà hợp với sự kiện cuộc sống như là ngày về hưu hay ngày bước vào trường đại học. Hay, nó có thể đơn giản trình bày một giai đoạn thời gian được sử dụng cho mục đích kế hoạch. Ví dụ, nhà đầu tư người mà tạo ra một tập hợp tài sản

để chi trả chi phí cuộc sống của 10 năm có lẽ có một tập hợp tài sản thứ hai với một kế hoạch 10 năm để trang trải cho chi phí trong tương lai một khi tập hợp tài sản thứ nhất đã cạn kiệt. Nó có phải dựa vào sự kiện cuộc sống hay một giai đoạn kế hoạch hay không, mục tiêu của nhà đầu tư và mục tiêu quản trị rủi ro thì được quyết định bởi vùng cố định.

Giống như quá trình mà chúng ta áp dụng tới danh mục tài sản cho chi tiêu hiện tại, chúng ta định nghĩa lại sự hiệu quả của danh mục thì gắn với mục tiêu của nhà đầu tư bằng cách xác định những phương pháp đo lường lợi nhuận và rủi ro thích hợp. Phần thưởng có thể được đo lường như là giá trị danh mục mong đợi tại vùng trong tương lai hay tương đương sự tăng trưởng tài sản mong đợi. Sự tăng trưởng là lí do chúng ta đầu tư để có một danh mục lớn hơn trong tương lai hơn chúng ta có ngày hôm nay. Trong khi sự tăng trưởng thì lớn, rủi ro có thể được đo lường khác nhau dựa vào tâm lý của nhà đầu tư. Chúng ta xem xét hai phương pháp đo lường rủi ro và những ẩn ý cho sự lựa chọn chiến lược. Phương pháp đầu tiên là để xem xét số lượng vốn đầu tư có thể bị mất, nhận ra rủi ro thì đối lập với sự phát triển. Xác định rủi ro theo cách này thì nhất quán với sự quan sát của lý thuyết hành vi mà nhà đầu tư thì không yêu thích rủi ro, và đưa ra vai trò cho chiến lược bảo vệ cuộc sống được mô tả ở trên. Tuy nhiên, hạn chế của phương pháp này là quá trình đầu tư cho việc quản trị giữa tăng trưởng và mất mát thì rõ ràng không phải là quá trình tốt nhất cho việc quản trị giá trị danh mục tại ngày trong tương lai. Ngoài việc hạn chế rủi ro của mất mát, nó có lẽ thích hợp với mục tiêu của nhà đầu tư để sử dụng phương pháp mà gắn trực tiếp với vùng kế hoạch. Phương pháp thứ hai là để đo lường giá trị danh mục xấu nhất tại vùng tương lai. Nó được định nghĩa sử dụng 99% độ tin cậy, chỉ ra 1% khả năng mà giá trị của danh mục sẽ bằng hoặc ít hơn kết quả xấu nhất. Đây là phương pháp đo lường rủi ro tại từng giai đoạn riêng biệt; nó không quan tâm đến những gì xảy ra của danh mục giữa hiện tại và tương lai, vì thế nó không thích hợp với nhà đầu tư mà không thích quan điểm dài hạn.

Trong hình 3.5, chúng ta chỉ ra một vùng của lợi nhuận và rủi ro cho nhà đầu tư, được xây dựng dựa vào số liệu từ 1926 đến 2002. Việc đo lường phần thưởng là

giá trị danh mục mong đợi, hay trung bình của tất cả kết quả có thể. Việc đo lường rủi ro là giá trị danh mục xấu nhất. Nhà đầu tư được giả định là đang đầu tư \$500.000 cho 10 năm nữa khi đến ngày về hưu và chọn một danh mục của chứng khoán U.S và trái phiếu U.S. biểu đồ cung cấp khung mà nhà đầu tư có thể sử dụng để chọn một danh mục cho vùng kế hoạch cố định.

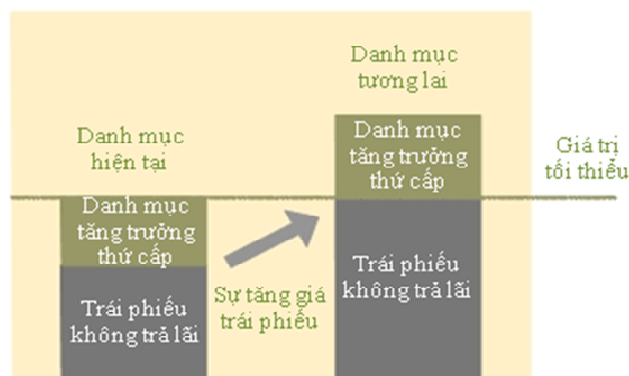


Hình 3.5: Giá trị danh mục thấp nhất

Khi đã xác định được vùng đầu tư cố định chúng ta sẽ xây dựng chiến lược cho vùng đầu tư cố định. Trong thực tế, những danh mục hiệu quả sẽ được đa dạng giữa nhiều tài sản hơn là những tài sản được trình bày trong hình 5. Để xây dựng một danh mục hiệu quả trong vùng kế hoạch cố định, những nhà kinh tế trước đây đã xác định một đầu tư không có rủi ro. Điều này khác đầu tư phi rủi ro cho cả những chiến lược tỉ suất sinh lợi tương đối và tuyệt đối. Đối với tỉ suất sinh lợi tương đối, đầu tư phi rủi ro là cái mà sao chép chỉ số với những lợi nhuận mà được so sánh. Đối với chiến lược tuyệt đối, đầu tư phi rủi ro là tiền mặt. Những chiến lược được liên kết với vùng kế hoạch cố định, đầu tư phi rủi ro là trái phiếu không có lãi suất coupon mà có ngày đáo hạn gần với ngày trong vùng xác định. Lãi suất phi coupon phân phối chỉ một dòng tiền, việc chi trả của vốn. Số lượng và thời gian của việc trả vốn gốc thì được biết với sự chắc chắn cao.

Với trái phiếu phi coupon được xác định như là đầu tư phi rủi ro, việc xây dựng danh mục phụ thuộc vào việc tìm thấy sự cân bằng giữa tài sản phi rủi ro và tài sản khác. Những tài sản khác có thể được kết nối trong một danh mục đại diện riêng. Bởi vì tài sản phi rủi ro được sử dụng để kiểm soát rủi ro, danh mục tài sản thay thế có thể được quản lý để tối đa hóa lợi nhuận, và chúng ta xem xét sự kết nối của tài sản phi rủi ro và một đại diện tài sản năng động như là chiến lược vùng cố định.

Việc phân bổ tương đối giữa phi rủi ro và danh mục đại diện năng động thì được lập dựa theo mức chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư, mà có thể được tạo ra dựa theo mức độ tin cậy cho giá trị danh mục xấu nhất như đã trình bày trong hình 3.5. Điều này tương tự như việc chọn chiến lược bảo vệ cuộc sống. Nhà đầu tư lập ra một mục tiêu cho giá trị danh mục thấp nhất. Nhà đầu tư và những người tư vấn sau đó sẽ xem xét những danh mục với giá trị danh mục thấp nhất bằng hay trên mục tiêu, và chọn một danh mục với tỉ suất sinh lợi mong đợi cao nhất. Hay nói cách khác, việc chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư có thể được thiết lập mà không sử dụng độ tin cậy. Nó có thể dựa vào giá trị danh mục tối thiểu mà chắc chắn để giữ mà không có nợ. Quá trình này được minh họa trong hình 3.6. Như được chỉ trong hình, nếu giá trị mong đợi thấp nhất tại vùng trong tương lai bằng với danh mục ngày hôm nay thì nhà đầu tư sẽ mua trái phiếu quỹ không có coupon với số tiền bằng giá trị danh mục ngày hôm nay. Bởi vì giá trái phiếu thì thấp hơn số tiền vốn, nhà đầu tư không cần sử dụng toàn bộ giá trị hiện tại để mua nó. Sự khác nhau giữa danh mục hiện tại và số tiền cần thiết để mua trái phiếu phi rủi ro có thể được đầu tư vào danh mục đại diện năng động để làm tăng tỉ suất sinh lợi mong đợi.



Hình 3.6: Đạt được giá trị danh mục tối thiểu

Chiến lược được trình bày ở đây thì khá bảo thủ bởi vì nó chỉ ra rằng danh mục tại ngày trong tương lai thì lớn hơn danh mục hiện tại. Trái phiếu phi rủi ro chỉ ra một sự trả vốn gốc, trả lại đầy đủ vốn đầu tư ban đầu của nhà đầu tư, trong khi đó danh mục tài sản thay thế cung cấp sự phát triển tài sản thêm. Thậm chí nếu danh mục đại diện giảm trong giá trị, toàn bộ chiến lược sẽ có giá trị dương. Trong thực tế, nhà đầu tư không cần ở trong giá trị dương. Nếu giá trị danh mục tối thiểu mong đợi tại ngày trong tương lai có thể thiết lập dưới giá trị danh mục ngày hôm nay, thì việc phân bổ đối với tài sản phi rủi ro có thể giảm, ngụ ý một mức thấp hơn của việc bảo vệ trong khi cho phép một mức cao hơn đối với tài sản đối với tài sản năng động. Như nói ở trên, mức độ thích hợp cho giá trị danh mục tối thiểu và vì thế, sự phân bổ tới trái phiếu phi coupon phụ thuộc vào mức độ chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư. Và để kiểm tra mức độ thích hợp của chiến lược vùng cố định, chúng ta xem xét được sử dụng cho việc thoả mãn dòng tiền. Có 3 câu hỏi mà đặc biệt thích hợp và tương tự với những câu hỏi được trình bày trong phần trước. Đầu tiên, vùng mà nhà đầu tư có xu hướng thay đổi? Nếu vùng thay đổi thì trái phiếu phi coupon có lẽ cần được bán tại mức giá không thích hợp và giá trị của danh mục tối thiểu không cần phải giữ. Thứ hai, nhà đầu tư thoả mãn với lợi nhuận trên trái phiếu phi rủi ro? Nếu không, anh ta có lẽ xem xét một sự phân bổ lớn hơn tới danh mục đại diện tài sản năng động hay khám phá những chiến lược khác. Thứ ba, nhà đầu tư có thể chấp nhận mức dao động của trái phiếu phi rủi ro nếu biết rằng việc trả vốn gốc không thay đổi ngay cả khi giá thị trường dao động? Nếu sự dao động là vấn đề quan tâm đặc biệt thì những phương pháp thay thế như là chiến lược bảo vệ cuộc sống mà được đề cập trong phần trước có lẽ thích hợp hơn.

Kết luận chương III

Mặc dù những nỗ lực của những chuyên gia đầu tư để hiểu mục tiêu khách hàng, kết quả thật sự thường rớt ra khỏi những mục tiêu này. Những phương pháp truyền thống và nhận thức của nhà đầu tư cá nhân thường đổ lỗi cho nhau. Đặc biệt, phương pháp đầu tư truyền thống mà được yêu thích bởi những nhà kinh tế thời gian trước không luôn luôn thoả mãn cách mà nhà đầu tư nghĩ và hành xử. Vì thế,

tôi đã đưa ra một phương pháp để quản trị tài sản mà rút ra từ lý thuyết đầu tư truyền thống và lý thuyết hành vi để làm thu hẹp khoảng cách của những lý thuyết kinh tế tân cổ điển và nhà đầu tư. Tôi đề nghị rằng việc xây dựng danh mục và quản trị rủi ro nên được gắn với mục tiêu khách hàng và cung cấp một vài ví dụ để so sánh mục tiêu cho việc đáp ứng chi phí cuộc sống hiện tại với những chiến lược cho vùng đầu tư cố định. Không giống như khung danh mục của tài chính truyền thống, với phương pháp mới này, giải pháp đầu tư có lẽ bao gồm nhiều chiến lược được gắn với nhiều mục tiêu của nhà đầu tư.

Đầu tư dựa vào mục tiêu cải thiện phương pháp truyền thống trong lĩnh vực đo lường rủi ro, danh mục rủi ro, và quản trị khuynh hướng hành vi. Thêm vào đó, nó nên giúp củng cố niềm tin của nhà đầu tư sau sự kiện thị trường giảm điểm từ cuối năm 2007. Tại thời điểm khi chiến lược thất bại đã thúc đẩy nhà đầu tư nghĩ lại những kế hoạch cho cuộc sống của họ, gia đình của họ và cộng đồng và lúc đó cần tạo ra giải pháp tốt hơn. Bằng cách kết hợp ý kiến của lý thuyết tài chính truyền thống với suy nghĩ mới hơn của tài chính hành vi, tôi tin rằng chúng ta có thể đáp ứng thách thức này.

KẾT LUẬN CHUNG

Các nhà tham gia thị trường có một thời gian dài dựa trên khái niệm thị trường hiệu quả và hành vi nhà đầu tư hợp lý khi ra quyết định đầu tư. Tuy nhiên, ý tưởng nhà đầu tư hoàn toàn hợp lý luôn cố gắng tối đa độ thoả dụng và thể hiện tài tự kiểm soát hoàn hảo thì đang trở nên không thỏa đáng, ví dụ như thị trường không hiệu quả ở dạng bất thường và hành vi nhà đầu tư bất hợp lý có thể thấy được một cách thường xuyên hơn trong suốt hai năm vừa qua. Kết quả đạt được từ bảng câu hỏi cho thấy là hành vi của những người tham gia thị trường trong thời kỳ bong bóng đầu cơ thật sự mở rộng hơn là bất hợp lý khi xem xét từ một quan điểm tài chính chuẩn và rằng bản chất của các đầu tư đã thay đổi vì hậu quả của bong bóng đầu cơ. Những kết quả cũng soi sáng lý do gây ra bong bóng đầu cơ.

Bản chất của các đầu tư đã thay đổi nhẹ sau thời kỳ bong bóng đầu cơ. Cả nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức đã giảm một cách rõ ràng đầu tư cổ phần của họ trong các công ty mà có tính chất rủi ro cao nhưng lợi nhuận cao. Hạng mục này gồm cổ phiếu của các công ty IT, mà đã từng có mức giá trị tăng cao nhất trong suốt thời kỳ bong bóng đầu cơ và vì thế kết quả làm nổi bật một hình ảnh hướng về những hạng mục đầu tư an toàn hơn. Lợi nhuận cao bất thường trong thời kỳ bong bóng đầu cơ có thể đã khuyến khích việc chấp nhận rủi ro cao hơn và vụ suy thoái sau tháng 3 năm 2008 đã hạn chế xu hướng này. Sự thay đổi trong chiến lược đầu tư này cũng phù hợp với phân tích thống kê mà chỉ ra một sự khác biệt đáng kể giữa những chiến lược đầu tư và những đầu tư mà nhà đầu tư đã thực hiện từ khi thị trường giá xuống bắt đầu từ tháng 3 năm 2008. Tuy nhiên, các phân tích thống kê không đủ để chứng minh có hay không mối quan hệ giữa nguồn thông tin mà các nhà đầu tư tập trung và loại công ty nào họ đầu tư vào. Hơn thế nữa, sự giảm tầm quan trọng của trực giác và thông tin từ các phương tiện thông tin khi ra quyết định đầu tư cho thấy một tầm quan trọng hơn về các nhận thức nền tảng về thị trường ngày nay và không chỉ một sự tin cậy trên các lời khuyên của các chuyên viên phân

tích hay những phương pháp khác ít hay mơ hồ hơn mà chủ yếu dựa vào thông tin từ công ty.

Khi khảo sát những lý do đóng góp vào bong bóng đầu cơ thì kết quả phân tán hơn. Hành vi bày đàn được xem là một yếu tố đóng góp chủ yếu, đặc biệt đối với các nhà đầu tư có tổ chức, trong khi đối với nhà đầu tư cá nhân thì quá tự tin và dự đoán của các nhà phân tích mới là yếu tố quan trọng nhất. Sự cố giữ có thể ảnh hưởng đến quá trình ra quyết định gây ra bởi cơ hội thua lỗ. Điều này có thể được tiếp viện xa hơn bởi hành vi bày đàn và hiện tượng hồi quy. Lợi nhuận và lợi tức của công ty được xem là nhân tố đóng góp ít nhất đối với việc định giá quá mức. Điều này tiếp viện cho sự ngờ vực đối với các nhà đầu tư mà ra quyết định dựa nhiều hơn trên các mong đợi vô nghĩa. Trong nhiều trường hợp, thật rõ ràng rằng thị trường đã không hoạt động một cách thuần nhất theo thuyết thị trường hiệu quả và rằng các nguyên tắc giá trị cơ bản đã được đặt sang một bên bởi phần lớn các nhà đầu tư trong thời kỳ bong bóng đầu cơ. Hơn thế nữa, sự suy thoái của thị trường sau thời kỳ bong bóng đầu cơ phần lớn được cho là do lợi nhuận và lợi tức của các công ty, đặc biệt là đối với các nhà đầu tư có tổ chức, điều này chỉ ra rằng một ý thức rõ ràng của tầm quan trọng cơ bản của lợi nhuận cụ thể và không chỉ những kỳ vọng quá cao trong trường hợp phần lớn các công ty IT thả nổi giá cổ phiếu trong trường hợp bong bóng đầu cơ.

Thuyết hữu dụng và Heuristics có thể giúp để giải thích những yếu tố tâm lý ảnh hưởng đến quá trình ra quyết định của nhà đầu tư và những quá trình ấy dẫn đến việc hình thành bong bóng đầu cơ như thế nào. Thuyết hữu dụng đưa ra một chọn lựa đối với thuyết tối đa hóa độ thỏa dụng kỳ vọng theo đó nhà đầu tư thì không muốn rủi ro ở mọi mức độ. Trái lại, thuyết triển vọng xác nhận rằng những người yêu thích mạo hiểm và tránh rủi ro chỉ trong mức độ tài sản trên điểm tham chiếu. Câu trả lời nhận được dường như thích hợp với ít nhất một phần những nhà đầu tư thích mạo hiểm với khả năng chiến thắng khi đối mặt với một sự thất bại chắc chắn. Điều này đặc biệt đúng với các nhà đầu tư cá nhân. Thiếu kiểm soát, sợ thua lỗ và lý thuyết khung có thể giúp để giải thích sự quá cao giá trị của thị trường

khi mà nhà đầu tư được khuyến khích bởi các thành công ngắn hạn, các diễn biến tốt đẹp lặp đi lặp lại và một sự thôi thúc của sở thích tức thời.

Heuristics là một quá trình mà con người phát hiện ra các thứ cho chính họ thường bởi thử nghiệm hay mắc lỗi, điều này có thể giúp giải thích tại sao thị trường thỉnh thoảng thường hành động trong một trạng thái thiếu hợp lý, mà nó trái với mẫu thị trường được thông tin hoàn hảo. Quá tự tin trong thời kỳ bong bóng đầu cơ dường như rất phổ biến nhất là đối với nhà đầu tư có tổ chức. Điều này cho thấy rằng việc ra quyết định của các nhà đầu tư có tổ chức thì bị ảnh hưởng mạnh bởi sự tự tin vào kỹ năng của họ, và chính nó dẫn đến ước lượng không đúng, sự thật là kết quả rất tệ trong thời kỳ bong bóng đầu cơ. Kết hợp với các mẫu thông tin như những tin tức có cùng một hướng hay giá cổ phiếu tăng liên tiếp có thể dẫn đến sự phản ứng thái quá của các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư diễn giải thông tin như thế nào là một câu hỏi quan trọng đang được nghiên cứu. Đưa ra một số mẫu thông tin nhà đầu tư được hỏi về xác suất một cổ phiếu sẽ tăng lên vào ngày mai. Bất chấp mẫu tin nói gì thì xác suất luôn là 50%. Các định hướng trong vài ngày trước chẳng ảnh hưởng gì tới chiều hướng của thị trường ngày mai. Câu trả lời nhận được từ phía các nhà đầu tư cho thấy rằng họ phản ứng với tin tức giá tăng từ phía các công ty. Phần lớn các nhà đầu tư cá nhân và gần một nửa số nhà đầu tư có tổ chức cho rằng một cổ phiếu đáng mua đơn thuần dựa trên những mức giá cổ phiếu tăng gần thời điểm mua đó và cổ phiếu đó có tương lai tươi sáng. Người ta dễ bị ảnh hưởng khi nhìn thấy các mẫu thông tin mà thực sự ngẫu nhiên trong khi đó lại cho rằng đó là nền tảng xác định khả năng. Từ các câu trả lời nhận được về khả năng các sự kiện thị trường sẽ lặp lại cho thấy rằng không phải tất cả nhà đầu tư đều có kiến thức cơ bản về tích phân xác suất và những ngụ ý về những quyết định đầu tư như theo tài chính chuẩn. Điều này đặc biệt rõ rệt đối với các nhà đầu tư cá nhân. Sự tăng trưởng liên tục của giá cổ phiếu trong thời kỳ từ 2007 cho tới tháng 3 năm 2008 có thể đã góp phần vào tầm nhìn lạc quan của các nhà đầu tư và điều này dẫn đến giá chứng khoán bị phản ứng thái quá. Việc người ta tin là họ đã bị bịt mắt khi chạy theo những cổ phiếu “thắng” vì dường như những lợi tức dễ kiếm và họ đã lờ đi các trái

ngịch khác mặc dù đối mặt với những thông tin trái ngược. Hiện tượng này được tiếp sức sâu xa bởi hành vi bầy đàn, mà những nhà đầu tư chấp nhận đó là nhân tố quan trọng đóng góp với việc định giá quá mức thị trường. Nói rằng người ta muốn thấy những gì họ thấy trong trường hợp này rất đúng và dẫn đến Heuristic và việc ra các quyết định bất hợp lý như đã trải qua vào cuối năm 2007.

So sánh khả năng tin là có thể dự đoán thị trường với ước lượng mức giá trị tương lai của thị trường của các nhà đầu tư cũng thể hiện những kết quả thú vị. Các nhà đầu tư mà cho rằng họ không thể dự đoán thị trường trong thời kỳ bong bóng đầu cơ cũng đưa ra các ước lượng dè chừng đối với những giá trị tương lai của thị trường. Tuy nhiên, phần lớn nhà đầu tư cá nhân không thể nói là họ có thể dự đoán thị trường hay không đưa ra những ước lượng giá trị thị trường cao hơn là nhà đầu tư người mà có thể tin chắc vào khả năng của họ trong thời kỳ bong bóng đầu cơ. Một điều đáng chú ý khác nữa là một nửa số nhà đầu tư có tổ chức người không thể nói là họ có thể hay không thể dự đoán thị trường thì dù sao cũng ước lượng những giá trị cho thị trường rất là cao. Điều này cho thấy rằng các nhà đầu tư người mà không xác định được khả năng trong thời kỳ bong bóng đầu cơ thì đưa ra các giá trị dự đoán thị trường khá cao.

Luận văn này hỗ trợ và mở rộng, giả thiết rằng mặc dù phần lớn các nhà đầu tư trong năm 2007 đến 2008 dường như nhận ra được tính nghiêm trọng của bong bóng đầu cơ; tuy nhiên, họ vẫn tiếp tục đầu tư mặc dù biết rằng rủi ro sụp đổ rất cận kề. Điều này chính nó có thể được mô tả là hành vi ít hợp lý. Dường như không có sự khác biệt hành vi đáng kể giữa cá nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức vì cả hai nhóm nhà đầu tư này đều thực hiện những thay đổi tương đồng về đặc điểm đầu tư và các hành động chủ yếu của họ thông qua những hành vi tâm lý giống nhau, bất kể một ít khác biệt về sự quá tự tin của nhà đầu tư có tổ chức. Thuyết triển vọng và phương pháp giải quyết vấn đề bằng kinh nghiệm giúp ta hiểu các yếu tố có thể có nằm dưới hiện tượng bong bóng đầu cơ, mặc dù không đưa ra câu trả lời toàn diện cho mọi vấn đề quanh những yếu tố lạ thường của thị trường. Tuy nhiên, một cách hiểu phổ biến hơn của các yếu tố này và cái cách mà các yếu tố tâm lý ảnh

hưởng đến việc ra quyết định của chúng ta giúp ta tránh được những bong bóng đầu cơ tương tự và nâng cao hiệu quả của thị trường tài chính toàn cầu ngày nay.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Tài liệu tham khảo trong nước

1. Trần Ngọc Thơ (chủ biên) 2004, “Tài chính doanh nghiệp hiện đại”, NXB Thống Kê (tái bản lần 2).
2. Trần Ngọc Thơ (chủ biên) 2003, “Tài chính doanh nghiệp hiện đại – Ngân hàng đề thi”, NXB Thống Kê.
3. Trần Ngọc Thơ (chủ biên) 2003, “Tài chính doanh nghiệp hiện đại – Chuỗi sách bài tập và giải pháp”, NXB Thống Kê năm (tái bản lần 2).
4. Hoàng Trọng & Chu Nguyễn Mộng Ngọc; Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS; Nhà xuất bản Thống kê, 2005.
5. Nguyễn Thị Cành; Phương pháp và phương pháp luận nghiên cứu khoa học kinh tế; Nhà Xuất Bản đại học quốc gia TP. HCM, 2004.

2. Tài liệu tham khảo nước ngoài

1. Blanchard, Olivier, and Fisher, Stanley, (1989) Lectures on Macroeconomics, MIT Press
2. Bodie, Zvi, and Kane, Alex, & Marcus, Alan J., and Perrakis, Stylianos, and Ryan, Peter J., (2000), Investments, McGraw-Hill, Ryerson Limited
3. Dorsch, F., and Häcker, H., and Stapf, K.H. (eds), (1994), Dorsch Psychologisches Wörterbuch, Verlag Hans Huber, 12th edition
4. Edwards, Ward, (1968), Conservatism in Human Information Processing, in Kleinmütz, B. (ed.), Formal Representation of Human Judgment, New York, John Wiley & Sons
5. Gruen, David and Gizycki Marianne, (1993), Explaining Forward Discount Bias: Is it Anchoring?, Princeton University Woodrow Wilson School Discussion Paper in Economics 164
6. Hand, J., (2000), Profits losses and the non-linear pricing of IT stocks, Working Paper, University of North Carolina
7. Heath Chip, and Tversky, Amos, (1991), Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty, Journal of Risk and Uncertainty, No. 4, pp 5-28

8. Inglehart, Ronald, (1985), Aggregate Stability and Individual-Level Flux in Mass Belief Systems, *American Political Science Review*, No. 79(1), pp. 97-116
9. Johnson, Eric, and Thaler, Richard, (1990), Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effect of Prior Outcomes on Risky Choice, *Management Science*, No. 36
10. Kahneman, Daniel, and Tversky, Amos, (1974), Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science*, Vol. 185, p. 1124-1131
11. Kahneman, Daniel, and Tversky, Amos, and Slovic, Paul, (1990), The Causes of Preference Reversal, *American Economic Review*, No. 80, p. 204-217
12. Kahneman, Daniel, and Tversky, Amos, (1991), Loss Aversion in Riskless Choice: A reference-dependent model, *Quarterly Journal of Economics*, November, p. 1039-1061
13. Kahneman, Daniel, Riepe, Mark, (1998), Aspects of Investor Psychology, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 24, No. 4
14. Quantitative Analysis, Vol. 29, No. 3 (September), p. 323-349
15. Shiller, Robert and Pound, John, (1986a), Speculative Behavior of Institutional Investors, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 1964
16. Shiller, Robert and Pound John, (1986b), Survey Evidence on Diffusion of Interest among Institutional Investors, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 1851
17. Shiller, Robert, (1987), Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2446
18. Shlomo, Benartzi and Thaler, Richard, (1995), Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, *Quarterly Journal of Economics*, No. 110(1), pp 73-92
19. Statman, Meir, (1999), Behavioral Finance: Past Battles and Future

Engagements, Association for Investment Management and Research, Financial Analysts Journal, Vol. 55, No. 6, p. 18-27

20. Thaler, Richard, and Tversky, Amos, and Kahneman, Daniel, and Schwartz, Alan, (1997), The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test, Quarterly Journal of Economics, 5/1, Vol. 112, No. 2,

21. Thompson, Suzanne C., (1981), Will it hurt if I can control it? A complex answer to a simple question, Psychological Bulletin, No. 90, pp. 89-101

22. Warther, Vincent, (1995), Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns, Journal of Financial Economics, No. 39, pp. 209-35

3. Nguồn báo chí:

1. Tạp chí Kinh tế Sài Gòn
2. Tạp chí Saigon Times

4. Nguồn điện tử website

1. www.saga.vn
2. www.wikipedia.org
3. www.baomoi.com
4. www.doanhchu.com
5. forum.vietstock.com.vn
6. www.vatgia.com
7. www.vneconomy.vn

PHỤ LỤC 1**BẢNG CÂU HỎI ĐIỀU TRA**

NGHIÊN CỨU NHỮNG YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG TÂM LÝ HÀNH VI CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TRONG SUỐT VÀ SAU THỜI KỲ THỊ TRƯỜNG TĂNG GIÁ TỪ CUỐI NĂM 2006 ĐẾN NAY.

Kính chào quý ông (bà)

Tôi đến từ trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh và đang viết luận văn thạc sỹ về tài chính. Nghiên cứu của tôi liên quan đến những yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư có tổ chức và nhà đầu tư cá nhân. Thêm vào đó, chúng tôi đang nghiên cứu thị trường bong bóng năm 2006-2007 đã ảnh hưởng đến hành vi của nhà đầu tư như thế nào. Với thuật ngữ thị trường bong bóng nghĩa là có một sự tăng khủng khiếp trong giá cả chứng khoán từ 2006 đến năm 2007. Chúng tôi cũng nghiên cứu những người tham gia thị trường đã hành xử như thế nào sau khi có một sự giảm của thị trường suốt từ giữa năm 2008 đến nay.

Câu hỏi điều tra bao gồm 21 câu hỏi và chỉ mất khoảng 10-15 phút để hoàn thành. Trong mỗi câu hỏi chọn hình thức thay thế mà phản ánh ý kiến và kinh nghiệm của bạn. những câu trả lời của bạn sẽ cực kỳ giúp ích trong việc đóng góp đến việc nghiên quyết định tài chính. Tất cả những câu trả lời của các bạn sẽ được bảo mật.

Giới tính

1. Nam
2. Nữ

Vui lòng chọn nhóm tuổi thích hợp của bạn:

1. Dưới 25 tuổi
2. 26-35 tuổi
3. 36-50 tuổi
4. 51-65 tuổi
5. Trên 65 tuổi

- 1) Đầu tư của bạn phân phối như thế nào giữa ngắn hạn và dài hạn:

1. Phần trăm đầu tư dài hạn (> 5 năm)-----%

2. Phần trăm đầu tư ngắn hạn (< 1 năm)-----%

2) Có phải bạn theo dõi thường xuyên những khoản đầu tư ngắn hạn ngày nay hơn là giai đoạn trước khi thị trường giảm điểm trong năm 2008. Chọn một câu trả lời:

1. Đúng
2. Không
3. Không thể nói

3) Có phải bạn theo dõi thường xuyên những khoản đầu tư dài hạn ngày nay hơn là giai đoạn trước khi thị trường giảm điểm trong năm 2008. Chọn một câu trả lời:

1. Đúng
2. Không
3. Không thể nói

4) Chọn hai lựa chọn mô tả một cách tốt nhất chiến lược đầu tư của bạn suốt giai đoạn từ bùng nổ bong bóng đến khi thị trường giảm điểm vào năm 2008:

1. Tôi đầu tư vào công ty rủi ro cao nhưng đồng thời tỷ suất sinh lợi cao.
2. Tôi đầu tư hầu hết vào công ty ổn định nhưng tỷ suất sinh lợi thấp.
3. Tôi đầu tư hầu hết vào công ty lớn.
4. Tôi đầu tư hầu hết vào công ty nhỏ.
5. Tôi đầu tư hầu hết vào công ty nội địa
6. Tôi đầu tư hầu hết vào công ty nước ngoài.

5) Suốt giai đoạn tăng giá chứng khoán từ cuối năm 2006 đến cuối năm 2007, có bao giờ trong thời điểm đó bạn nghĩ đến sự phát triển của thị trường tương lai?

1. có
2. không
3. Không thể nói

6) Suốt giai đoạn tăng giá chứng khoán từ cuối năm 2006 đến cuối năm 2007, bạn phản ứng như thế nào đối với một sự thông báo và thông tin khác từ phía công ty?

1. Tôi có những thay đổi trong danh mục đầu tư của tôi sau khi thông báo tin tức đầu tiên xuất hiện.

2. Tôi có những thay đổi trong danh mục đầu tư của tôi sau khi hàng loạt thông báo liên tiếp.

3. Tôi không quan tâm đến thông báo tin tức.

4. Tôi không có ý kiến.

7) Khi đưa ra những quyết định đầu tư hôm nay, những yếu tố nào sau đây bạn xem là quan trọng nhất?

- Thông tin từ công ty là nền tảng cho việc phân tích cơ bản
- Lời khuyên, tư vấn, và dự đoán từ những nhà đầu tư chuyên nghiệp
- Hiệu quả hoạt động của thị trường quá khứ
- Thông tin từ báo chí/Ti vi
- Thông tin từ Internet
- Thảo luận với bạn bè
- Thông tin từ đồng nghiệp
- Trực giác của bản thân về thị trường tương lai.

8) Khi đưa ra những quyết định đầu tư trong suốt thời kỳ bùng nổ chứng khoán từ cuối năm 2006 đến 2007, những yếu tố nào sau đây bạn xem là quan trọng nhất?

- Thông tin từ công ty là nền tảng cho việc phân tích cơ bản
- Lời khuyên, tư vấn, và dự đoán từ những nhà đầu tư chuyên nghiệp
- Hiệu quả hoạt động của thị trường quá khứ
- Thông tin từ báo chí/Ti vi
- Thông tin từ Internet
- Thảo luận với bạn bè
- Thông tin từ đồng nghiệp
- Trực giác của bản thân về thị trường tương lai.

9) Theo bạn, có phải thị trường được định giá quá cao tại bất cứ thời điểm nào trong giai đoạn từ cuối năm 2006 đến 2007?

1. Đúng
2. Sai
3. Không có ý kiến

10) Nếu có, theo bạn yếu tố nào đóng góp quan trọng nhất đối với việc định giá cao thị trường suốt giai đoạn thời kỳ bong bóng đầu cơ?

- Những tin tức từ phương tiện thông tin
- Những dự đoán của những nhà phân tích
- Sự tự tin thái quá của những nhà phân tích trên thị trường.
- Lợi nhuận và thu nhập của những công ty niêm yết.
- Hành vi bầy đàn, ví dụ những nhà đầu tư cá nhân theo số đông.

11) Bạn nghĩ gì về yếu tố quan trọng gây ra sự giảm của thị trường từ cuối năm 2007 đến nay?

- Tin tức từ phương tiện thông tin.
- Những phán đoán của những nhà phân tích.
- Mất tự tin của những nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán.
- Hành vi bầy đàn, ví dụ những nhà đầu tư cá nhân theo số đông.

12) Chọn hai giải pháp mà mô tả tốt nhất việc đầu tư của bạn từ khi thị trường giảm vào cuối năm 2007 đến nay?

1. Tôi đầu tư vào công ty rủi ro cao nhưng đồng thời tỷ suất sinh lợi cao.
2. Tôi đầu tư hầu hết vào công ty ổn định nhưng tỷ suất sinh lợi thấp.
3. Tôi đầu tư hầu hết vào công ty lớn.
4. Tôi đầu tư hầu hết vào công ty nhỏ.
5. Tôi đầu tư hầu hết vào công ty nội địa
6. Tôi đầu tư hầu hết vào công ty nước ngoài.

13) Trong tương lai nếu có một sự giảm đáng kể của thị trường giống như ngày hôm nay, thị trường chắc chắn sẽ trở lại vị trí ban đầu trong một vài năm hay hơn nữa? khoanh tròn một con số từ hàng dưới:

14) Theo bạn, cái gì nói chung là nguyên nhân đối với sự đầu tư ít thành công của bạn?

1. Những lời khuyên không đúng từ nhà phân tích/môi giới/ngân hàng..
2. Những lời khuyên không đúng từ những nguồn khác.
3. Thị trường hoạt động nghèo nàn.
4. Những lỗi bản thân
5. Cái khác.

15) Bạn đối mặt với tình huống sau: chứng khoán bạn mua tháng trước giá 50 ngàn nay được bán với giá 40 ngàn. Một tháng sau hoặc là giá sẽ tăng 10 ngàn hoặc giá sẽ giảm 10 ngàn. Cả hai khả năng bằng nhau, 50-50 cơ hội. Chọn từ tình huống sau:

1. Bán chứng khoán bây giờ, chấp nhận lỗ 10 ngàn.
2. Giữ chứng khoán một tháng nữa, chấp nhận mất thêm 10 ngàn nữa hoặc hoà vốn.

16) Giả định tình huống sau: suốt hai năm qua giá chứng khoán của một công ty xác định đã tăng 70% và thậm chí trong tương lai giá chứng khoán này có vẻ sáng sủa. bạn đánh giá như thế nào về thông tin đó?

1. Chứng khoán này đáng giá để mua
2. Thông tin thì không đủ cho việc mua chứng khoán.
3. Chứng khoán không có giá trị để mua.

17) Nếu chỉ số Việt Nam Index tăng liên tiếp trong 3 ngày qua, khả năng nó sẽ tăng giá trị vào ngày mai là bao nhiêu?

-----%

18) Nếu chỉ số Việt Nam Index giảm liên tiếp trong 3 ngày qua, khả năng nó sẽ giảm giá trị vào ngày mai là bao nhiêu?

-----%

19) Nếu nhìn vào giá chứng khoán hiện tại thì theo bạn:

1. Được định giá cao-----%
2. Dưới giá trị -----%

3. Được định giá tại một độ chính xác.

4. Không thể nói.

20) Nếu chỉ số VN-INDEX là 100 hôm nay, bạn nghĩ gì về giá trị của chỉ số này trong 6 tháng tới?

Tôi nghĩ giá trị của chỉ số VN-INDEX sẽ là-----

PHỤ LỤC 2

KẾT QUẢ CỦA PHÂN TÍCH SO SÁNH THỐNG KÊ

Trong phụ lục này chúng tôi sẽ trình bày 15 so sánh thống kê.

1. Đặt giả thiết

Giả thiết của chúng ta dựa trên những câu hỏi trong bảng câu hỏi. Bảng câu hỏi được kèm theo ở phụ lục 1. Tất cả câu hỏi, trừ câu một đều có cặp. H_0 là không có sự khác biệt giữa 2 cặp câu hỏi. H_1 là có sự khác biệt giữa 2 cặp câu hỏi. Câu hỏi 1 không so sánh với bất kỳ câu nào khác và H_0 của nó thì không khác với 8 cặp câu đã đưa ra; H_1 có sự khác biệt với 8 cặp kia. Vì thế đặt giả thiết là:

H_0 : Không có sự khác biệt giữa 2 câu so sánh

H_1 : Có sự khác biệt giữa 2 câu

2. Kết quả và phân tích so sánh

Chúng tôi có một sơ sở hợp lý với mỗi so sánh. Tuy nhiên, không phải tất cả câu hỏi đều liên kết với nền tảng lý thuyết; vài câu hỏi được đặt để hỏi thiên về mục đích mô tả và sở thích thu thập dữ liệu tự nhiên thực tế hơn.

So sánh đầu tiên được thực hiện giữa câu 4 và 8. Nó thể hiện sự suy ngẫm giữa cấu tạo và đặc điểm của đầu tư. Tính toán trí óc (mental accounting), như đã được đề cập ở mục 1.1.3.3, có thể ảnh hưởng đến quyết định của danh mục đầu tư vì nhà đầu tư có lẽ tách ra giữa bản chất của những khoản đầu tư và chia đầu tư của họ thành một danh mục “an toàn” và danh mục “rủi ro” hơn. Tâm lý sợ rủi ro góp phần khiến họ cố giữ một loại đầu tư nào đó trong danh mục. Có hay không sự khác biệt giữa chiến lược đầu tư và các nguồn thông tin quan trọng nhất khi các nhà đầu tư thay đổi việc nắm giữ chứng khoán từ cuối năm 2006 đến tháng 12 năm 2007?

Giá trị kiểm định là 49,766 và giá trị ước lượng cho nhà đầu tư cá nhân là 31,521. Chúng ta dĩ nhiên chấp nhận H_0 và bác bỏ H_1 , chúng không có sự khác biệt. Giá trị ước lượng đối với nhà đầu tư có tổ chức là 53,766. Ở đây ta có thể thấy một sự khác biệt rõ ràng và chúng ta bác bỏ H_0 chấp nhận H_1 . So sánh để thấy được ta có thể thiết lập một mối quan hệ giữa các hành vi đầu tư khác nhau liên quan đến việc chọn công ty và nguồn thông tin hay không. Có một sự khác biệt rõ ràng giữa nhà đầu tư cá nhân và đầu tư có tổ chức khi đề cập về các chiến lược đầu tư và nguồn thông tin khi thay đổi được thực hiện trong việc nắm giữ cổ phiếu và các loại chứng khoán khác trong thời điểm thị trường giá tăng từ cuối năm 2006 đến tháng 12 năm 2007.

Mức độ cho phép	35	
Giá trị kiểm định	49,766	
	Cá nhân	Tổ chức
Giá trị ước lượng	49,766	53,768
H_0	Chấp nhận	Bác bỏ
H_1	Bác bỏ	Chấp nhận

Bảng 3: Câu hỏi 4 – 8

So sánh thứ hai là giữa câu 4 và 12. Nó là một sự phản ánh chung giữa cấu tạo và đặc điểm đầu tư. Trái với so sánh trước, đây là một so sánh rõ ràng giữa cách mà nhà đầu tư phân chia giữa danh mục “an toàn” và danh mục “rủi ro hơn” qua những thời kì hoàn toàn khác nhau về hoàn cảnh trong thị trường. Nó được thực hiện để tìm xem có hay không sự khác biệt giữa các chiến lược đầu tư từ năm 2007 và tháng 3 năm 2008 và các loại đầu tư mà nhà đầu tư đã thực hiện từ khi thị trường bắt đầu suy thoái từ tháng 3 năm 2008.

Giá trị kiểm định là 37,652 và giá trị tính toán của chúng tôi đối với các nhà đầu tư cá nhân là 56,790. Giá trị tương ứng với các nhà đầu tư có tổ chức là 42,964. Chúng tôi muốn xem nếu chúng tôi có thể thiết lập được mối liên kết giữa hành vi chiến lược đầu tư trong thời kỳ giá lên cũng như trong thời kỳ giá xuống hay không. Có một sự khác biệt rõ ràng giữa các chiến lược đầu tư và các loại đầu tư mà các

nhà đầu tư tham gia khảo sát đã thực hiện từ khi thị trường giá xuống bắt đầu vào tháng 3 năm 2008. Chúng tôi chấp nhận H_1 và bác bỏ H_0 đối với cả những nhà đầu tư cá nhân và đầu tư có tổ chức. Như có thể thấy từ biểu đồ đầu tư cổ phiếu Việt nam thì quan trọng hơn nhiều so với cổ phiếu nước ngoài, đặc biệt là đối với các nhà đầu tư cá nhân. Suốt thời kỳ bùng nổ của thị trường 33% nhà đầu tư có tổ chức thích đầu tư cổ phiếu Việt Nam trong khi với cổ phiếu nước ngoài chỉ là 2%. Việc quá đặt nặng vào cổ phiếu Internet và cổ phiếu công nghệ cao (như FPT, PVD) được thấy khá rõ trong thị trường giá lên và đẩy Vn-Index lên cao hơn là các giao dịch cổ phiếu khác trên thế giới và có thể đó là một lý do khiến cổ phiếu Việt Nam được ưa thích. Như có thể thấy từ đồ thị, không có sự khác biệt nhiều giữa thị trường giá lên và giá xuống đối với các nhà đầu tư có tổ chức. Điều này có thể được giải thích bằng nhiều cách; một trong những cách giải thích theo hướng tốt là có thể họ đầu tư dài hạn và có kế hoạch đầu tư tốt nên không bị ảnh hưởng bởi thị trường giá lên hay xuống. Còn theo hướng ngược lại thì là do họ cứng nhắc và kém linh hoạt trong việc chấp nhận những kịch bản thị trường mới.

Mức độ cho phép	25	
Giá trị kiểm định	37,652	
	Cá nhân	Tổ chức
Giá trị ước lượng	56,790	42,964
H_0	Bác bỏ	Bác bỏ
H_1	Chấp nhận	Chấp nhận

Bảng 4: Câu hỏi 4 – 12

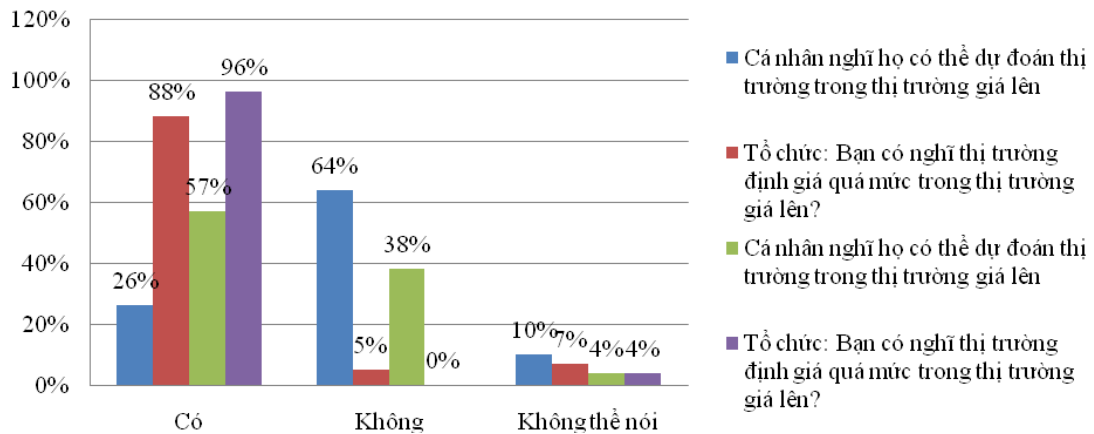
So sánh tiếp theo của chúng tôi là giữa câu hỏi số 5 và 9 để phân tích mối quan hệ giữa thái độ quá tự tin (được mô tả ở mục 1.1.3.8) và những kinh nghiệm trái với tình hình thực tế (cognitive dissonance) đã trình bày ở mục 1.1.3.6. Có sự khác biệt hay không giữa khả năng tin mình có thể tiên đoán thị trường của các nhà đầu tư và

ý kiến có hay không thị trường bị định giá quá mức từ năm 2007 và tháng 3 năm 2008?

Giá trị kiểm định trong trường hợp này là 9,488 và giá trị ước lượng với các nhà đầu tư cá nhân là 8,020 giá trị đối với các nhà đầu tư có tổ chức là 37,533. Giá trị của các nhà đầu tư cá nhân thấp hơn giá trị kiểm định nên chúng tôi nhận H_0 và bác bỏ H_1 ; chúng tôi không thể chứng minh có sự khác biệt giữa khả năng tiên đoán thị trường và có hay không ý kiến thị trường bị đánh giá quá mức giữa năm 2007 và tháng 3 năm 2008. Ngược lại với nhà đầu tư cá nhân là nhà đầu tư có tổ chức; chúng tôi bác bỏ H_0 và chấp nhận H_1 , có sự khác biệt. Như ở so sánh đầu tiên chúng ta có sự khác biệt giữa nhà đầu tư có tổ chức và cá nhân về vấn đề có người ta có thể dự đoán sự phát triển của thị trường hay không và ý kiến có hay không thị trường bị định giá quá mức. Có một điều thú vị là hầu hết nhà đầu tư cá nhân cũng như nhà đầu tư có tổ chức đều cho là thị trường bị định giá quá cao. Một người có thể nghĩ là các chuyên gia phân tích có các thông tin chuyên nghiệp hơn và vì thế dĩ nhiên có khả năng nhận ra thị trường bị lạm phát vượt qua những chỉ số mà nó có thể hỗ trợ. Điều này dường như không nói lên gì cả. Hơn hai lần số nhà đầu tư có tổ chức nghĩ là họ có khả năng tiên đoán thị trường so với các nhà đầu tư cá nhân.

Mức độ cho phép	4	
Giá trị kiểm định	9,488	
	Cá nhân	Tổ chức
Giá trị ước lượng	8,020	37,533
H_0	Chấp nhận	Bác bỏ
H_1	Bác bỏ	Chấp nhận

Bảng 5: Câu hỏi 5 – 9



Hình 2.13: Số nhà đầu tư nghĩ là họ có thể tiên đoán thị trường trong thị trường giá lên và có hay không thị trường bị định giá quá mức trong thị trường giá lên

Câu hỏi số 5 và 20 là để tìm mối liên hệ giữa quá tự tin và sự cố giữ, như đã được mô tả ở mục 1.1.3.9. Chúng tôi khảo sát vấn đề xem có hay không một sự khác biệt giữa các nhà đầu tư tin là mình có khả năng tiên đoán thị trường với các nhà đầu tư ước lượng giá trị của “chỉ số chung” của chỉ số Vn- Index trong 6 tháng tới.

Giá trị kiểm định là 12.592 và giá trị ước lượng của chúng tôi cao một cách kinh ngạc 51.041 đối với các nhà đầu tư cá nhân và 15.871 đối với các nhà đầu tư có tổ chức. Có một sự khác biệt lớn giữa khả năng tiên đoán đối với những nhà đầu tư cá nhân và sự ước đoán của họ về mức độ chỉ số chung trong 6 tháng tới. Giá trị ước lượng là 24.103 với $\alpha = 0,05\%$; điều này nghĩa là chúng ta có thể phát hiện ra sự khác biệt giữa những câu với độ chắc chắn 99,5% và chúng ta bác bỏ H_0 và nhận H_1 . Tất cả số liệu và tính toán đã được kiểm tra nhiều lần những chúng tôi vẫn không thể tìm ra được bất kỳ tính toán sai lệch nào. Chúng tôi buộc phải bác bỏ H_0 đối với nhà đầu tư có tổ chức, nhưng chỉ mới vừa đủ (barely).

Mức độ cho phép 6

Giá trị kiểm định 12,592

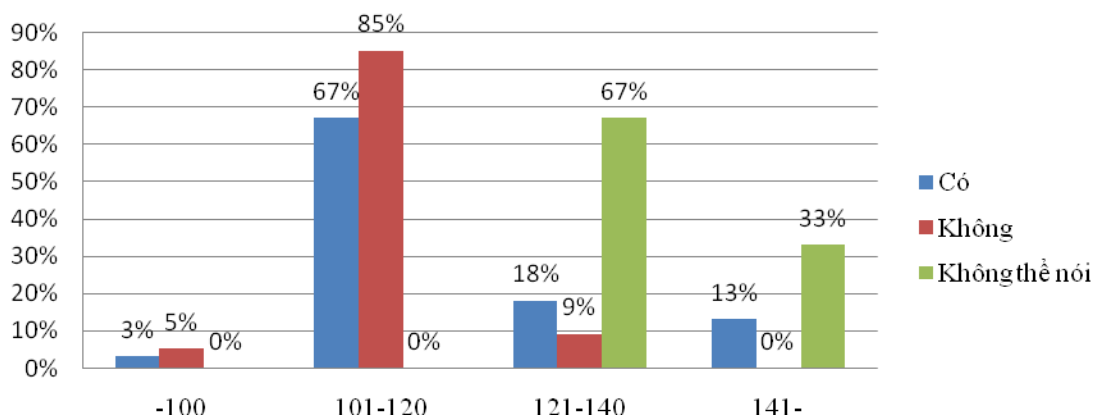
Cá nhân

Tổ chức

Giá trị ước lượng	51,041	15,871
H_0	Bác bỏ	Bác bỏ
H_1	Chấp nhận	Chấp nhận

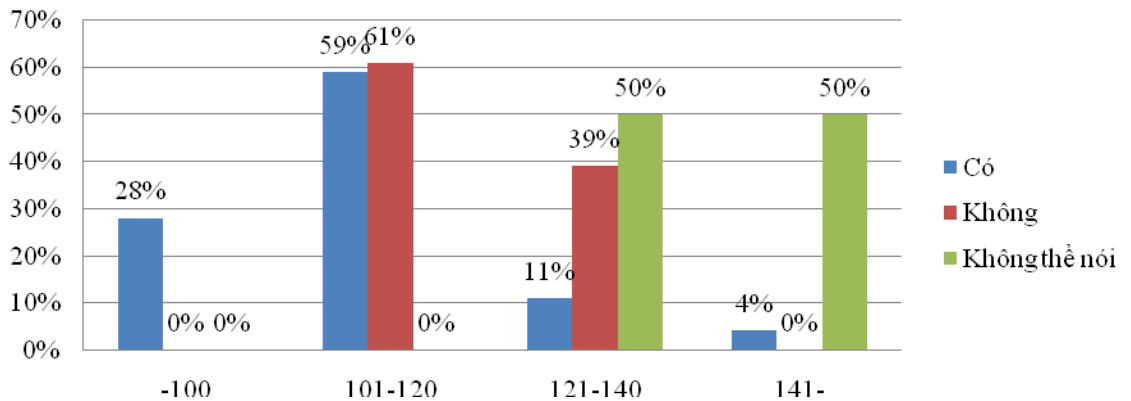
Bảng 6: Câu hỏi 5 – 20

Dường như có một lượng lớn các nhà đầu tư cá nhân cẩn thận, 85% trong số họ nghĩ là họ không thể tiên đoán thị trường và rất cẩn trọng về chỉ số Vn-Index sẽ như thế nào trong 6 tháng tới. Điều này là do tính cẩn trọng hay chỉ là do sự thiếu kiến thức, rất khó để nói. Các nhà đầu tư cá nhân tham gia khảo sát trả lời rằng họ không thể nói là thị trường có bị đánh giá quá mức hay không trong thị trường giá lên họ nghĩ là chỉ số sẽ nằm giữa 21-40% trên mức ngày nay.



Hình 2.14: Liên hệ giữa nhà đầu tư cá nhân người nghĩ là họ có thể dự đoán thị trường trong thời kỳ thị trường giá lên trong mối liên hệ với nhà đầu tư tin vào mức chỉ số của VN-Index

Một điều đáng chú ý khác nữa là 50% nhà đầu tư có tổ chức không thể nói họ có hay không khả năng tiên đoán thị trường trong thời kỳ thị trường giá lên, họ nghĩ rằng chỉ số sẽ 41% dưới mức ngày nay trong 6 tháng tới.



Hình 2.15: Liên hệ giữa nhà đầu tư có tổ chức người nghi là họ có thể dự đoán thị trường trong thời kỳ thị trường giá lên trong mối liên hệ với nhà đầu tư tin vào mức chỉ số của VN-Index

So sánh tiếp theo là giữa câu 7 và câu 11. Nó là một câu chất vấn rộng hơn về cấu tạo và tính chất của đầu tư và được dựa trên thuyết hành vi bày đàn như là nguyên nhân của cả định giá quá mức và suy thoái thị trường. Hành vi bày đàn đã được nói đến ở mục 1.1.3.7. Có hay không sự liên hệ giữa lý do nhà đầu tư thay đổi quyết định nắm giữ chứng khoán và những lý do quan trọng nhất trong khi thị trường giá xuống?

Giá trị kiểm định là 9,488 và đối với nhà đầu tư cá nhân giá trị ước lượng là 2,849, giá trị tương ứng đối với nhà đầu tư có tổ chức là 4,961. Từ số liệu trên chúng ta thấy rằng chúng ta không thể tìm thấy sự khác biệt ở cả nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư có tổ chức; chúng ta dĩ nhiên chấp nhận H_0 và bác bỏ H_1 . Có thể nghĩ rằng có một sự kết nối giữa bằng cách nào người ta thay đổi quyết định nắm giữ chứng khoán ngày nay và những lý do họ làm họ tin rằng là quan trọng trong vụ thị trường giảm điểm sau tháng 3 năm 2008. Nếu nhà đầu tư tin là những dự đoán được đưa ra bởi các nhà phân tích là quan trọng với việc suy thoái thì nhà đầu tư đó sẽ tập trung một cách hợp lý vào các dự báo phân tích ngày nay để được thông tin tốt về những tin tức quan trọng có thể ảnh hưởng đến cổ phiếu họ đang nắm giữ. Điều này dường như không hợp lý (case) vì chúng không tạo được sự khác biệt giữa hai câu hỏi.

Mức độ cho phép	4	
Giá trị kiểm định	9,488	
	Cá nhân	Tổ chức
Giá trị ước lượng	2,849	4,961
H_0	Chấp nhận	Chấp nhận
H_1	Bác bỏ	Bác bỏ

Bảng 7: Câu hỏi 7 – 11

Phần phân tích câu hỏi số 7 và 12 thiên về những nét đặt trưng và sự hình thành thị trường và tính toán trí óc mà đã được mô tả ở mục 1.1.3.3. Câu hỏi có hay không sự khác biệt giữa lý do nhà đầu tư thay đổi quyết định cổ phiếu đang nắm giữ ngày nay và những đầu tư mà nhà đầu tư đã thực hiện từ khi thị trường bắt đầu xuống giá từ tháng 3 năm 2008 sẽ được làm rõ trong phân tích này.

Giá trị kiểm định là 49,766 và theo giá trị tính toán của chúng tôi thì đối với nhà đầu tư cá nhân là 25,404, còn nhà đầu tư có tổ chức là 41,148. Chúng tôi không thể thấy sự khác biệt đáng kể giữa 2 nhóm và chúng tôi chấp nhận H_0 và bác bỏ H_1 . Rõ ràng không có mối quan hệ giữa nguồn thông tin mà nhà đầu tư tập trung vào và loại công ty mà họ đầu tư. Có thể nghĩ là có thể có một mối quan hệ giữa cách mà các nhà đầu tư thu thập thông tin và cách mà họ chọn để đầu tư.

Mức độ cho phép	35	
Giá trị kiểm định	49,766	
	Cá nhân	Tổ chức
Giá trị ước lượng	25,404	41,148
H_0	Chấp nhận	Chấp nhận
H_1	Bác bỏ	Bác bỏ

Bảng 8: Câu hỏi 7 – 12

Để thấu hiểu được câu hỏi số 8, chúng tôi thực hiện một kiểm tra giữa những lựa chọn để xem có hay không sự khác biệt. Câu hỏi nhằm tìm ra những nhân tố

quan trọng nhất tác động đến sự thay đổi việc nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư trong thị trường giá lên. Có một sự liên hệ với thuyết tính toán trí óc nằm dưới câu hỏi này. Tuy nhiên nó giống một cuộc kiểm tra tổng quát hành vi đầu tư các nhân trong thời kỳ cuồng loạn của cổ phiếu IT và các công ty công nghệ cao khác. Làm cách nào người ta đánh giá được nguồn thông tin khi vài công ty đưa ra những giá trị cơ bản như sự biến động giá cổ phiếu?

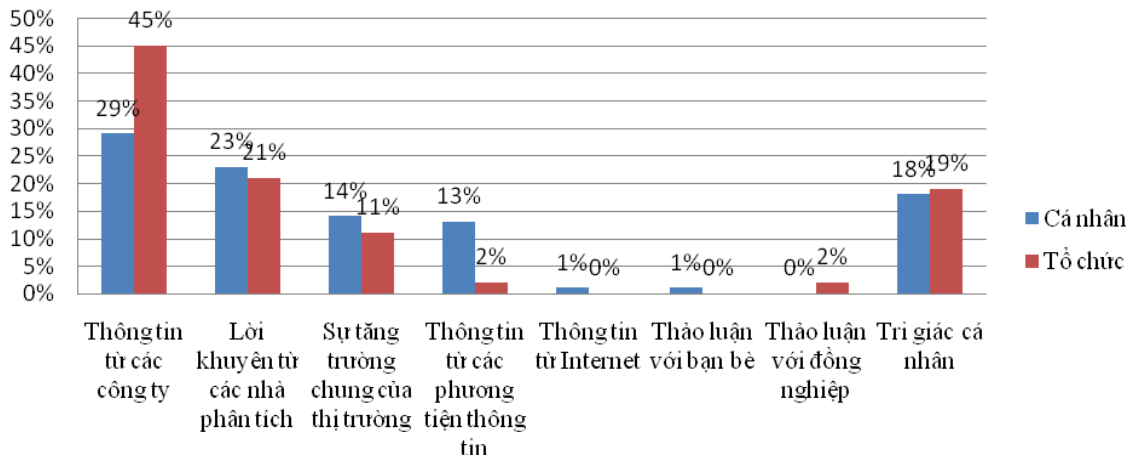
Giá trị kiểm định là 18.307 và giá trị ước lượng là 26.025 đối với nhà đầu tư cá nhân và 24.219 đối với nhà đầu tư có tổ chức. Chúng tôi dĩ nhiên bác bỏ H_0 và nói rằng có sự khác biệt giữa những nguồn thông tin khi nhà đầu tư cá nhân ra quyết định thay đổi trong việc nắm giữ cổ phiếu. H_1 dĩ nhiên được chấp nhận, chúng tôi có thể kết luận rằng có sự khác biệt. Chúng tôi không thể tìm ra được sự liên hệ nào giữa các loại nguồn thông tin mà nhà đầu tư sử dụng để ra quyết định đầu tư. Thật là hợp lý khi cho rằng người ta dùng thông tin từ Internet và thu thập thông tin từ các phương tiện thông tin khác, và những điều này dường như cũng không đúng.

Mức độ cho phép	10	
Giá trị kiểm định	18,307	
	Cá nhân	Tổ chức
Giá trị ước lượng	26,025	24,219
H_0	Bác bỏ	Bác bỏ
H_1	Chấp nhận	Chấp nhận

Bảng 9: Câu hỏi 8

Như đã thể hiện ở đồ thị, sự phân tán của các nhà đầu tư cá nhân thì hoàn toàn tương đồng ở 5 trong 8 câu chọn lựa và chỉ một câu là 0%. Các nhà đầu tư có tổ chức thì khác hơn, 45% cho rằng thông tin từ các công ty là nguồn thay thế quan trọng nhất, lời tư vấn từ phía các nhà phân tích đứng vị trí thứ 2 và trực giác của con người đứng ở vị trí thứ 3 với 21% và 19% tương ứng. Một cách nào đó kết quả đáng ngạc nhiên là chỉ 2% cho câu trả lời là thảo luận với đồng nghiệp. Chúng tôi

mong đợi rằng các nhà đầu tư có tổ chức sẽ hợp tác và thông tin với người khác hơn là họ thực sự làm. Cả thông tin từ Internet lẫn thảo luận với bạn bè đều không phổ biến, tất cả đều ở mức zero. Mong đợi nhà phân tích chuyên nghiệp nói chuyện với bạn bè về thị trường tài chính thì hơi cường điệu những chúng tôi vẫn mong có vài thông tin từ Internet.



Hình 2.16: Yếu tố nào là quan trọng nhất khi nhà đầu tư ra quyết định giữ cổ phiếu trong thị trường tăng giá

So sánh giữa câu hỏi 8 và 10 là một sự xem xét về tính toán trí óc và kinh nghiệm trái với tình hình thực tiễn (cognitive dissonance). Các cá nhân thường có xu hướng chú ý vào các hành vi xảy ra gần thời điểm đó và xem nhẹ chiều hướng lâu dài hơn như đã giải thích ở mục 1.1.3.9 về sự cố giữ (anchoring). Xác suất giá tăng gần đây có liên hệ với bong bóng đầu cơ thì lại quá được xem nặng. Điều này có thể được hỗ trợ xa hơn bởi hành vi bày đàn và hiện tượng hồi quy. Những cố gắng so sánh để tìm ra nếu có sự khác biệt giữa hầu hết các nguồn thông tin quan trọng trong việc khiến người nắm giữ chứng khoán thay đổi quyết định năm 2007 và tháng 3 năm 2008.

Với giá trị kiểm định ở mức 9.488 và giá trị ước lượng đối với nhà đầu tư cá nhân thì ở một mức thấp 1.388, chúng ta giữ H_0 . Giá trị đối với nhà đầu tư có tổ chức thì thấp một cách ngạc nhiên, không hơn 2.266. Chúng tôi bỏ H_1 ; mức α sẽ có thể rất lớn nếu ước lượng của chúng tôi cơ hội đáng kể thấp nhất cho cả nhà đầu tư cá nhân và có tổ chức. Chúng tôi nghĩ rằng có thể có liên kết giữa những nguồn

thông tin mà người ta thực sử dụng và những nguồn mà họ tin là chúng có tầm quan trọng nhất trong việc bom phồng bong bóng đầu cơ lên. Internet giờ đã thông dụng và có một số lượng lớn các nhà môi giới trên Internet và vô số các trang web đưa thông tin về các công ty và khu vực tài chính liên quan. Báo chí đưa các “mảnh cổ phiếu hot” hằng ngày và chúng tôi mong đợi một vài mảnh đó sẽ ảnh hưởng đến người ta và những lý do đã gây ra bong bóng đầu cơ. Nhưng thật ngạc nhiên là chẳng có liên quan gì.

Mức độ cho phép	4	
Giá trị kiểm định	9,488	
	Cá nhân	Tổ chức
Giá trị ước lượng	1,388	2,266
H_0	Chấp nhận	Chấp nhận
H_1	Bác bỏ	Bác bỏ

Bảng 10: Câu hỏi 8- 1

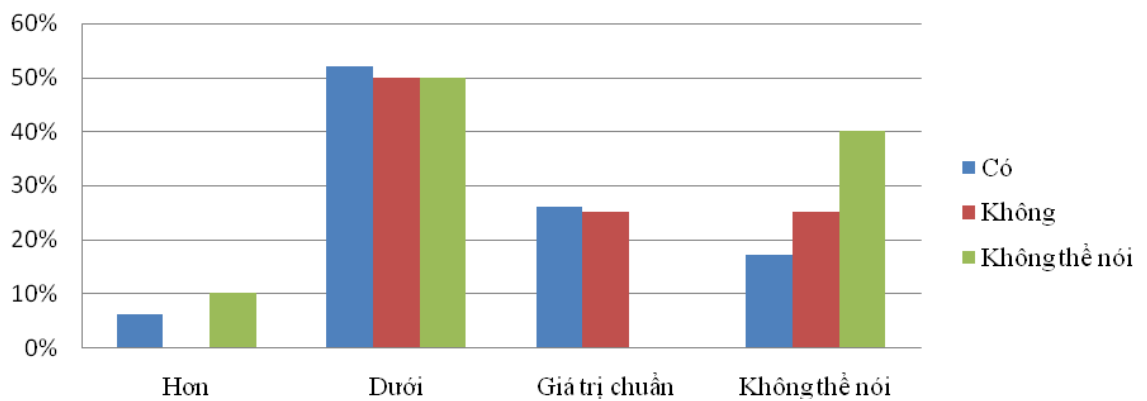
Trong so sánh giữa câu 9 và 19 chúng ta tìm kiếm mối liên hệ giữa kinh nghiệm trái với thực tiễn và sự cố giữ (anchoring). Shiller cho rằng người ta không thực sự nhận ra có bao nhiêu người đã chia sẻ tầm nhìn rằng thị trường bị định giá quá mức và rõ ràng là tầm nhìn này không thể ngăn người ta mua cổ phiếu. Có một sự thích thú trong việc biết nếu có hay không bất cứ mối quan hệ nào giữa ý kiến nhà đầu tư có hay không thị trường bị định giá quá mức hay không từ 2007 và tháng 3 năm 2008, và ý kiến nhà đầu tư về giá trị thị trường ngày nay.

Giá trị kiểm định đối với nhà đầu tư cá nhân là 12.592 và giá trị ước lượng của chúng tôi là 6.221. Giá trị của nhà đầu tư có tổ chức là 1.600. Chúng tôi dĩ nhiên có thể chấp nhận H_0 và kết luận rằng chúng không có bất cứ sự khác biệt nào giữa ý kiến về giá trị thị trường trong thời kỳ thị trường giá lên và giá trị thị trường ngày nay. H_1 dĩ nhiên bị bác bỏ. Cái mà làm cho chúng tôi chú ý vào sự so sánh này là có hay không có sự tương quan giữa người nghĩ là thị trường bị định giá quá mức

trong thời kỳ thị trường giá lên và họ nghĩ về giá trị thị trường ngày nay thế nào. Mối liên hệ rất mơ hồ, nghĩa là không có bất cứ liên hệ nào giữa cái người nghĩ rằng thị trường đã bị định giá quá mức hay dưới mức trong thời kỳ bùng nổ thị trường và họ định giá thị trường ngày nay ra sao. Điều này nghĩa là người mà nghĩ thị trường định giá quá mức trong thời kỳ bong bóng nghĩ rằng thị trường chưa được định giá đủ (bị định giá dưới mức) ngày nay. Điều này dường như rất hợp lý và được hỗ trợ bằng đồ thị. Chúng ta có thể thấy rằng 52% nhà đầu tư cá nhân người mà nghĩ là thị trường bị định giá quá mức trong thời kỳ bong bóng đầu cơ cho rằng thị trường bị định giá chưa đúng mức vào ngày nay.

Mức độ cho phép	6	
Giá trị kiểm định	12,592	
	Cá nhân	Tổ chức
Giá trị ước lượng	6,221	1,600
H_0	Chấp nhận	Chấp nhận
H_1	Bác bỏ	Bác bỏ

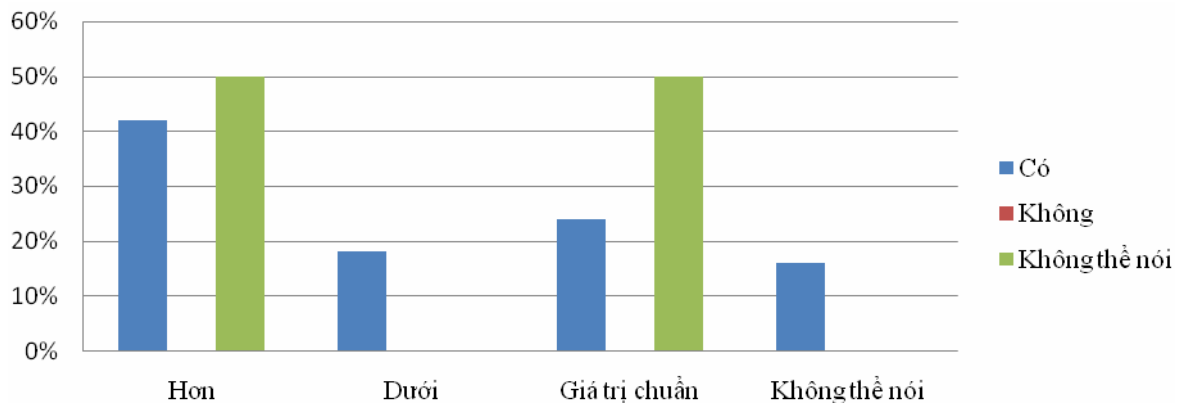
Bảng 11: Câu hỏi 9- 19



Hình 2.17: Các nhà đầu tư cá nhân mà cho rằng thị trường định giá quá mức trong thời kỳ bong bóng đầu cơ liên hệ với niềm tin vào giá trị thị trường ngày nay

Sự phân tán giữa các nhà đầu tư cá nhân thì càng thuần nhất hơn; có một sự tập trung xung quanh lựa chọn chưa định giá đúng mức. Các nhà đầu tư có tổ chức

thì đưa ra một bức tranh tổng thể khác biệt, vì không có bất cứ cá thể nhà đầu tư có tổ chức nào đưa ra câu trả lời không đối với câu hỏi “thị trường trong thời kỳ bong nổ có bị định giá quá mức hay không?”. Một điều lạ khác là không có một cá thể nhà đầu tư nào trả lời là không thể nói về giá thị trường ngày nay mà trả lời rằng thị trường chưa được định giá đúng mức trong thời kỳ thị trường bong nổ. Một sự phân phối công bằng giữa bị định giá quá mức và định đúng giá.



Hình 2.18: Các nhà đầu tư có tổ chức mà cho rằng thị trường định giá quá mức trong thời kỳ bong bóng đầu cơ liên hệ với niềm tin vào giá trị thị trường ngày nay

Mục đích của sự so sánh giữa câu 13 và 19 là để xác định nếu có sự liên hệ giữa tự tin và lạc quan trên một mặt và cố định trên mặt khác hay không? Có hay không sự liên hệ giữa ý kiến nhà đầu tư tham gia khảo sát rằng thị trường có thể phục hồi nếu có một sự suy thoái kinh tế tương tự như vụ suy thoái sau tháng 3 năm 2008 hay không và ý kiến của nhà đầu tư về giá trị thị trường ngày nay ra sao?

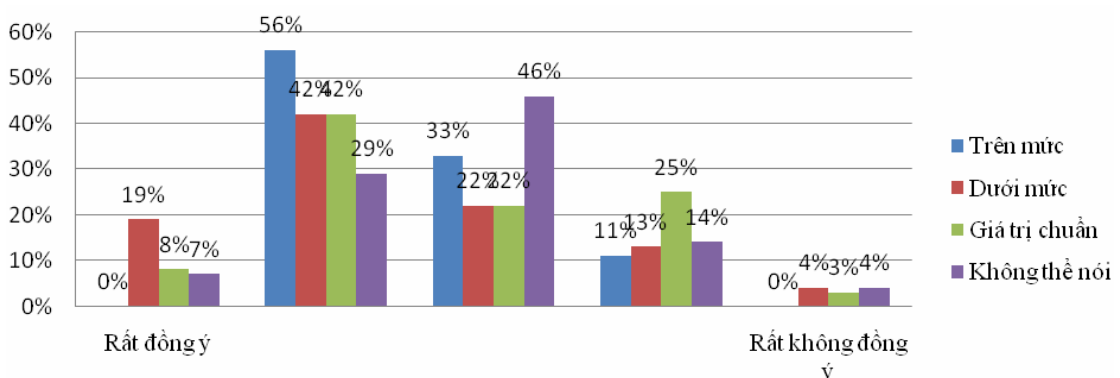
Giá trị kiểm định là 21.026 và giá trị tính toán đối với nhà đầu tư cá nhân của chúng tôi là 11.780 và 16.524 đối với nhà đầu tư có tổ chức. Chúng ta có thể kết luận rằng không có sự khác biệt đáng kể và chúng tôi chấp nhận H_0 và bác bỏ H_1 . Rõ ràng là không có vấn đề nhà đầu tư tin vào tương lai của thị trường và họ nghĩ về giá cả thị trường ngày nay. Một người mà cho rằng thị trường chưa được định giá đúng mức có thể suy nghĩ một cách hợp lý là thị trường sẽ phục hồi trong vài năm tới mức mà đã xảy ra trong thời kỳ bong bóng đầu cơ nhưng điều này dường như không đúng. Cái lý do khiến chúng tôi nghĩ đây là mean reverse-hypothesis

rằng những dự đoán thị trường sẽ trở lại mức trung bình trong lịch sử. Các nhà đầu tư dường như không đồng ý với giả thiết này theo như bảng khảo sát của chúng tôi

Mức độ cho phép	12	
Giá trị kiểm định	21,026	
	Cá nhân	Tổ chức
Giá trị ước lượng	11,780	16,524
H_0	Chấp nhận	Chấp nhận
H_1	Bác bỏ	Bác bỏ

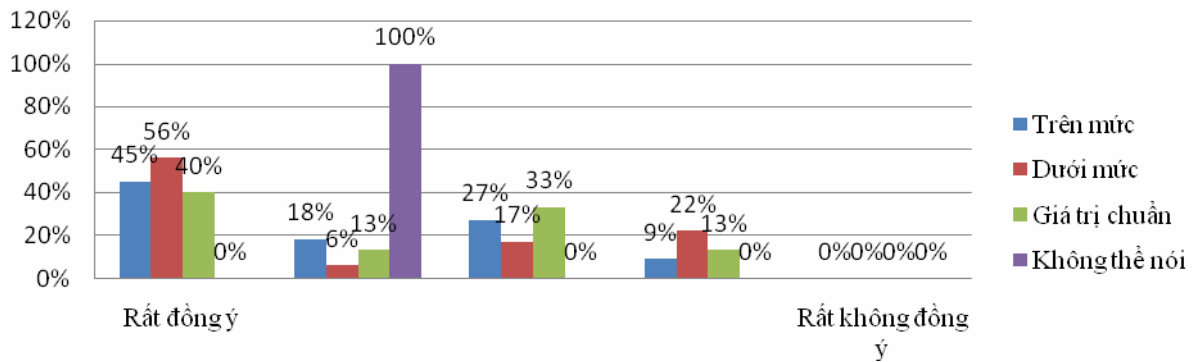
Bảng 12: Câu hỏi 13- 19

Trong số những nhà đầu tư cá nhân, 56% chọn rất gần với rất đồng ý rằng thị trường sẽ phục hồi nếu có một sự suy thoái tương tự như vụ sau tháng 3 năm 2008, những người này cũng trả lời thị trường bị định giá quá mức ngày nay. Điều này dường như theo một cách nào đó nghịch lý. Các nhà đầu tư cho rằng thị trường bị định giá quá mức ngày nay, khi hầu hết chuyên gia nói rằng thị trường chưa được định giá đúng mức, sẽ tin rằng thị trường sẽ phục hồi nếu một vụ suy thoái kinh tế tương tự xuất hiện. Để đánh giá thị trường sẽ phát triển trong trường hợp những thời điểm xấu ngụ ý sự tự tin trong thị trường nhưng đề cập đến thị trường như thị trường được định giá quá mức thì dường như thiên về lý do thiếu kiến thức về thị trường ngày nay hơn.



Hình 2.19: Chỉ số VN-Index sẽ phục hồi trong 1 hay 2 năm nếu có thì một thị trường tăng giá tương tự đã xảy ra từ tháng 3 năm 2008 theo ý kiến nhà đầu tư cá nhân về giá trị hiện tại của thị trường chứng khoán

Cũng theo so sánh này, các nhà đầu tư cá nhân dường như thiếu đồng nhất hơn so với nhà đầu tư có tổ chức. Điều này dường như hợp lý vì nhà đầu tư cá thể có sự quan tâm ít nhất trong thị trường tài chính và điều này trái ngược với các nhà đầu tư có tổ chức họ là những chuyên gia. Nhà đầu tư cá nhân có lẽ sẽ thu thập vài tin tức tức thời và sau đó dựa trên tầm nhìn của họ về các mẫu tin không thường xuyên đó. Các nhà đầu tư có tổ chức có thể thực hiện các quyết định tốt hơn vì họ có một nguồn thông tin vững chắc và dồi dào. Khá thú vị để biết rằng 100% người mà trả lời *không thể trả lời* thì nếu thị trường bị định giá quá mức vào ngày nay cũng sẽ rất cảnh giác trong ý kiến có hay không thị trường sẽ tăng trưởng trong vài năm tới trong trường hợp có một vụ suy sụp thị trường khác.



Hình 2.20: Chỉ số VN-Index sẽ phục hồi trong 1 hay 2 năm nếu có thì một thị trường tăng giá tương tự đã xảy ra từ đầu năm 2007 tới tháng 3 năm 2008 theo ý kiến nhà đầu tư có tổ chức về giá trị hiện tại của thị trường chứng khoán

So sánh câu hỏi số 16 và 17 là một điều tra hàm giá trị cổ điển của Daniel Kahneman và Amos Tversky được mô tả ở mục 1.1.1, và khung nền (framing), được giải thích ở mục 1.1.3.4, so sánh với sự cố giữ và hành vi bày đàn. Nó có hướng dùng để kiểm tra mối quan hệ giữa nhà đầu đánh giá thông tin trong trường hợp mà phải ra một quyết định với thông tin chắc chắn và trường hợp nhà đầu tư tin xác suất mà chỉ số chung của VN-Index sẽ tiếp tục tăng sau đó ba ngày và lại tiếp tục tăng.

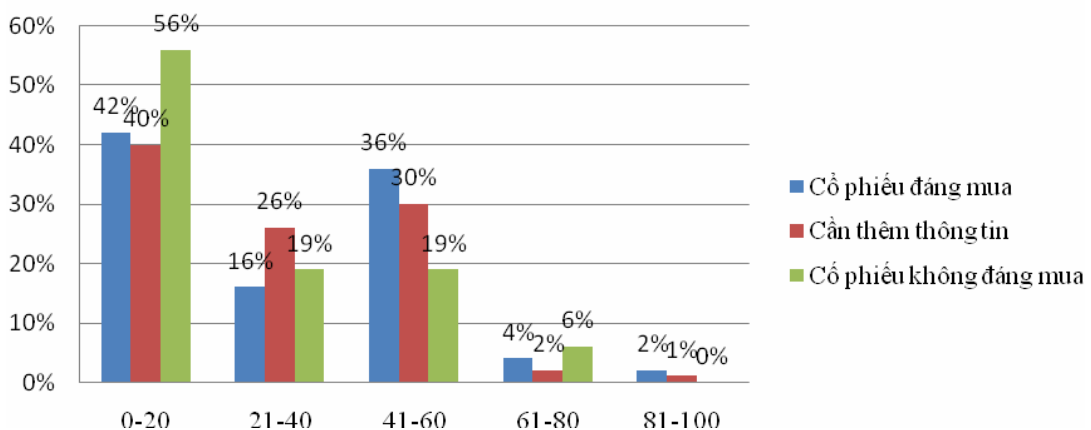
Giá trị kiểm định là 15.507 và giá trị tìm ra đối với nhà đầu tư cá thể là 4.681 và 24.835 đối với nhà đầu tư có tổ chức. Chúng tôi chấp nhận H_0 và bác bỏ H_1

không có sự khác biệt đáng kể đối với các nhà đầu tư cá nhân. Trái lại có một sự khác biệt lớn đối với các nhà đầu tư có tổ chức nên chúng tôi bác bỏ H_0 và chấp nhận H_1 .

Mức độ cho phép	8	
Giá trị kiểm định	15,507	
	Cá nhân	Tổ chức
Giá trị ước lượng	4,681	24,835
H_0	Chấp nhận	Bác bỏ
H_1	Bác bỏ	Chấp nhận

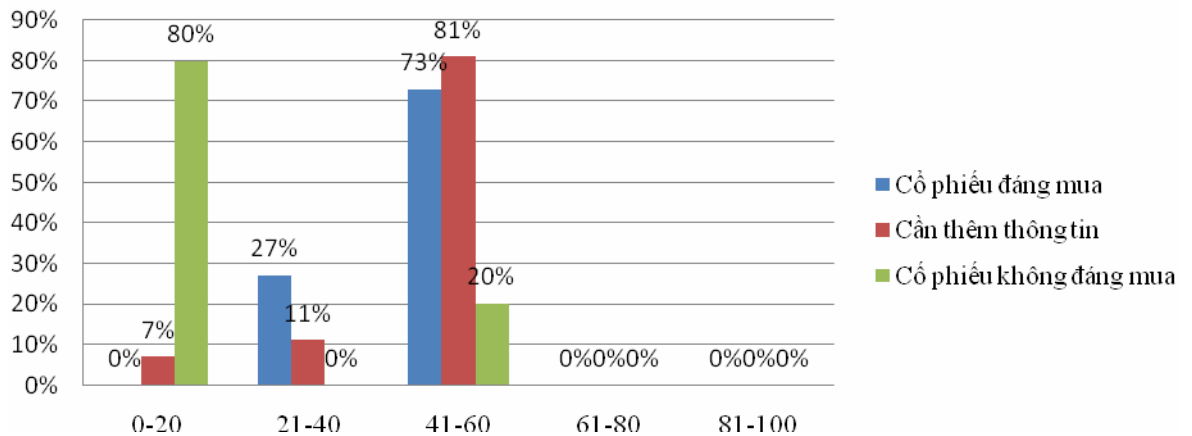
Bảng 13: Câu hỏi 16- 17

Chúng tôi muốn tìm xem nhà đầu tư đánh giá thông tin từ các khu vực khác nhau ra sao. Như có thể thấy ở đồ thị 56% nhà đầu tư trả lời là cổ phiếu không đáng để mua (ở câu 16) tin rằng xác suất thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục tăng, nếu chúng tăng liên tục ba ngày liên tiếp, thì giữa 0-20%. Điều này có thể ngụ ý rằng các nhà đầu tư này có kiến thức kém về xác suất và thống kê. Không cần biết giao dịch cổ phiếu đã tăng bao nhiêu trong giá trị trong bao nhiêu ngày, xác suất rằng nó sẽ tăng tiếp, hay giảm vào ngày tiếp theo là 50-50. Điều này kết hợp với giả thiết quá tự tin được mô tả ở mục 1.1.3.8. Chủ nghĩa bảo thủ cũng góp phần giải thích tại sao người ta quá đặt nặng tiền khả năng của các sự kiện trong một tình huống, vì thế người ta rất ngại thay đổi.



Hình 2.21: Nhà đầu tư cá nhân đánh giá thông tin liên quan đến niềm tin vào VN-Index sẽ tiếp tục đi lên trong 3 ngày liên tiếp như thế nào

Như chúng ta đã thấy ở trước, các nhà đầu tư có tổ chức thì đồng nhất hơn như một nhóm. Như đã thể hiện trong đồ thị, các nhà đầu tư có tổ chức không ai trả lời rằng khả năng thị trường đi lên nằm giữa 61-100%. Tuy nhiên, các nhà đầu tư mà cho rằng thông tin được đưa về cổ phiếu không đáng mua, một sự đáng ngạc nhiên 80% nhà đầu tư cá nhân cho rằng xác suất thị trường sẽ tiếp tục đi lên là 80%.



Hình 2.22: Nhà đầu tư có tổ chức đánh giá thông tin liên quan đến niềm tin vào VN-Index sẽ tiếp tục đi lên trong 3 ngày liên tiếp như thế nào

PHỤ LỤC 3
DỮ LIỆU THỐNG KÊ

Nhà đầu tư cá nhân

Giới tính	Số người	Phần trăm	Tuổi	Số người	Phần trăm
Nam	41	87%	1	2	4%
Nữ	6	13%	2	31	66%
Tổng số	47	100%	3	11	23%
			4	3	6%
			5	0	0%
			Tổng số	47	100%

Câu hỏi số 1

Dài hạn trung bình	63%
Ngắn hạn trung bình	37%
Tổng số	100%

Câu hỏi số 2

	Số người	Phần trăm
1. Có	62	41%
2. Không	83	55%
3. Không thể nói	5	3%
Tổng số	150	100%

Dài hạn	Số người	Tích lũy	Phần trăm	Ngắn hạn	Số người	Tích lũy	Phần trăm
0-10%	18	18	12%	0-10%	31	31	21%
11-20%	4	22	3%	11-20%	36	67	24%
21-30%	4	26	3%	21-30%	19	86	13%
31-40%	8	34	5%	31-40%	11	97	7%
41-50%	19	53	13%	41-50%	19	116	13%
51-60%	9	62	6%	51-60%	7	123	5%
61-70%	9	71	6%	61-70%	4	127	3%
71-80%	47	118	31%	71-80%	2	129	1%
81-90%	13	131	9%	81-90%	9	138	6%
91-100%	19	150	13%	91-100%	12	150	8%
Tổng số	150		100%	Tổng số	150		100%

Câu hỏi số 3		Số người	Phần trăm	Câu hỏi số 4		Số người	Phần trăm
1.	Có	63	42%	1.		40	13%
2.	Không	84	56%	2.		55	18%
3.	Không thể nói	3	2%	3.		77	26%
Tổng số		150	100%	4.		22	7%

5.		99	33%
6.		7	2%
Tổng số		300	100%

Câu hỏi số 5		Số người	Phần trăm	Câu hỏi số 6		Số người	Phần trăm
1.	Có	39	26%	1.		7	5%
2.	Không	96	64%	2.		85	57%
3.	Không thể nói	15	10%	3.		55	37%
Tổng số		150	100%	4.		3	2%

Tổng số		150	100%
----------------	--	-----	------

Câu hỏi số 7		Số người	Phần trăm	Câu hỏi số 8		Số người	Phần trăm
1.		49	33%	1.		44	29%
2.		30	20%	2.		35	23%
3.		27	18%	3.		21	14%
4.		13	9%	4.		20	13%
5.		4	3%	5.		1	1%
6.		1	1%	6.		2	1%
7.		1	1%	7.		0	0%
8.		25	17%	8.		27	18%
Tổng số		150	100%	Tổng số		150	100%

Câu hỏi số 9		Số người	Phần trăm	Câu hỏi số 10		Số người	Phần trăm
1.	Có	132	88%	1.		30	20%
2.	Không	8	5%	2.		34	23%
3.	Không thể nói	10	7%	3.		36	24%
Tổng số		150	100%	4.		8	5%

5.		42	28%
Tổng số		150	100%

Câu hỏi số 11	Số người	Phần trăm	Câu hỏi số 12	Số người	Phần trăm
1.	31	21%	1.	19	6%
2.	14	9%	2.	75	25%
3.	15	10%	3.	83	28%
4.	49	33%	4.	22	7%
5.	41	27%	5.	93	31%
Tổng số	150	100%	6.	8	3%
			Tổng số	300	100%

Câu hỏi số 13	Số người	Phần trăm	Câu hỏi số 14	Số người	Phần trăm
1.	20	13%	1.	49	33%
2.	60	40%	2.	101	67%
3.	41	27%	Tổng số	150	100%
4.	24	16%			
5.	5	3%			
Tổng số	150	100%			

Câu hỏi số 15	Số người	Phần trăm	Câu hỏi số 16	Số người	Phần trăm
1.	48	32%	1.	50	33%
2.	13	9%	2.	84	56%
3.	41	27%	3.	16	11%
4.	45	30%	Tổng số	150	100%
5.	3	2%			
Tổng số	150	100%			

Câu hỏi số 17

Mức tăng trung bình	31%
---------------------	-----

Câu hỏi số 18

Mức giảm trung bình	34%
---------------------	-----

Câu hỏi số 19, phần 1

Định giá cao trung bình	17%
-------------------------	-----

Định giá thấp trung bình	21%
--------------------------	-----

Câu hỏi số 19, phần 2

	Số người	Phần trăm
1.	9	6%
2.	77	51%
3.	36	24%
4.	28	19%
Tổng số	150	100%

Câu hỏi số 20

Chỉ số Index chung trung bình	300
-------------------------------	-----

Câu hỏi số 21

	Số người	Phần trăm
1.	4	3%
2.	84	56%
3.	59	39%
4.	3	2%
Tổng số	150	100%

Nhà đầu tư có tổ chức

Giới tính	Số người	Phần trăm	Tuổi	Số người	Phần trăm
Nam	41	87%	1	2	4%
Nữ	6	13%	2	31	66%
Tổng số	47	100%	3	11	23%
			4	3	6%
			5	0	0%
			Tổng số	47	100%

Câu hỏi số 1

Dài hạn trung bình	63%
Ngắn hạn trung bình	37%
Tổng số	100%

Câu hỏi số 2

	Số người	Phần trăm
1. Có	16	34%
2. Không	31	66%
3. Không thể nói	0	0%
Tổng số	47	100%

Dài hạn	Số người	Tích lũy	Phần trăm	Ngắn hạn	Số người	Tích lũy	Phần trăm
0-10%	6	6	14%	0-10%	8	8	19%
11-20%	4	10	8%	11-20%	10	18	24%
21-30%	2	12	3%	21-30%	9	27	22%
31-40%	3	15	6%	31-40%	2	29	3%
41-50%	2	17	3%	41-50%	2	31	3%
51-60%	4	21	8%	51-60%	3	34	5%
61-70%	3	24	6%	61-70%	2	36	3%
71-80%	17	41	42%	71-80%	6	42	14%
81-90%	2	43	3%	81-90%	3	45	5%
91-100%	4	47	8%	91-100%	2	47	3%
Tổng số	47		100%	Tổng số	47		100%

Câu hỏi số 3			Câu hỏi số 4			
	Số người	Phần trăm		Số người	Phần trăm	
1.	Có	7	15%	1.	18	19%
2.	Không	39	83%	2.	14	15%
3.	Không thể nói	1	2%	3.	23	24%
Tổng số		47	100%	4.	16	17%
				5.	18	19%
				6.	5	5%
				Tổng số	94	100%

Câu hỏi số 5			Câu hỏi số 6			
	Số người	Phần trăm		Số người	Phần trăm	
1.	Có	27	57%	1.	8	17%
2.	Không	18	38%	2.	29	62%
3.	Không thể nói	2	4%	3.	7	15%
Tổng số		47	100%	4.	3	6%
				Tổng số	47	100%

Câu hỏi số 7			Câu hỏi số 8			
	Số người	Phần trăm		Số người	Phần trăm	
1.		32	68%	1.	21	45%
2.		6	13%	2.	10	21%
3.		3	6%	3.	5	11%
4.		0	0%	4.	1	2%
5.		0	0%	5.	0	0%
6.		0	0%	6.	0	0%
7.		2	4%	7.	1	2%
8.		4	9%	8.	9	19%
Tổng số		47	100%	Tổng số	47	100%

Câu hỏi số 9			Câu hỏi số 10			
	Số người	Phần trăm		Số người	Phần trăm	
1.	Có	45	96%	1.	8	17%
2.	Không	0	0%	2.	12	26%
3.	Không thể nói	2	4%	3.	6	13%
Tổng số		47	100%	4.	2	4%
				5.	19	40%
				Tổng số	47	100%

Câu hỏi số 11	Số người	Phần trăm	Câu hỏi số 12	Số người	Phần trăm
1.	6	13%	1.	12	13%
2.	4	9%	2.	14	15%
3.	2	4%	3.	28	30%
4.	28	60%	4.	9	10%
5.	7	15%	5.	25	27%
Tổng số	47	100%	6.	6	6%
			Tổng số	94	100%

Câu hỏi số 13	Số người	Phần trăm	Câu hỏi số 14	Số người	Phần trăm
1.	21	43%	1.	5	11%
2.	8	17%	2.	7	15%
3.	11	24%	3.	6	13%
4.	7	15%	4.	25	53%
5.	0	0%	5.	4	9%
Tổng số	47	100%	Tổng số	47	100%

Câu hỏi số 15	Số người	Phần trăm	Câu hỏi số 16	Số người	Phần trăm
1.	26	55%	1.	15	32%
2.	21	45%	2.	27	57%
Tổng số	47	100%	3.	5	11%
			Tổng số	47	100%

Câu hỏi số 17

Mức tăng trung bình 44%

Câu hỏi số 18

Mức giảm trung bình 46%

Câu hỏi số 19, Phần 1

Định giá trên trung bình 3%

Định giá dưới trung bình 25%

Câu hỏi số 19, phần 2	Số người	Phần trăm
1.	9	6%
2.	77	51%
3.	36	24%
4.	28	19%
Tổng số	150	100%

Câu hỏi số 20

Chỉ số Index chung trung bình 300

Câu hỏi số 21	Số người	Phần trăm
1.	4	3%
2.	84	56%
3.	59	39%
4.	3	2%
Tổng số	150	100%

PHU LUC 4

NHỮNG YẾU TỐ GIÚP GIẢI THÍCH HÀNH VI BONG BÓNG ĐẦU CƠ

1. Yếu tố cấu trúc

Sau đây chúng ta sẽ tập trung vào 9 yếu tố ảnh hưởng đến thị trường mà không được đảm bảo bởi các phân tích hợp lý của nền tảng kinh tế. Chúng tôi sẽ, tuy nhiên, bỏ đi những yếu tố mà nên có ảnh hưởng hợp lý đến biến động thị trường, ví dụ như tăng trưởng lợi nhuận và sự thay đổi trong tỷ suất lãi suất thực.

a) Sự xuất hiện của công nghệ mới ở thời điểm mà lợi nhuận tăng trưởng ổn định

Có rất ít người từng sử dụng điện thoại di động và thậm chí còn có ít người hơn nữa đã từng nghe nói đến Internet và World Wide Web vào giữa thập niên 1990s. Vấn đề là chỉ trong vài năm công nghệ này đã trở nên phổ biến mọi lúc mọi nơi, làm cho chúng ta thật sự nhận ra được bước chuyển của công nghệ. Mặc dù ngành kinh doanh Internet này hiện đang không tạo ra bất cứ lợi nhuận nào nhưng người ta có một niềm tin mạnh mẽ rằng cái ngành mới mẻ và thiếu kinh nghiệm này có thể thách đấu với những ngành kinh doanh truyền thống. Lợi nhuận tăng vào giữa thập niên 1990s được quy cho là do một thời kỳ mới được sinh ra nhưng thật tế có rất ít là do Internet. Thay vì tăng trưởng lợi nhuận được các phân tích viên quy cho là một bước tiếp tục phục hồi của nền kinh tế từ sự biến động và suy thoái kinh tế vào những năm đầu thập niên 1990, đi đôi với sự suy yếu của đồng krona Thụy Điển cũng như là việc cắt giảm chi phí và cắt giảm nhân lực. Internet đã không phải là nguyên nhân khiến lợi nhuận tăng trưởng; sự bùng nổ của các công ty IT vẫn chưa tạo ra lợi nhuận nhiều.

Việc tăng trưởng lợi nhuận cùng lúc với sự xuất hiện của công nghệ mới làm cho người ta tin rằng có một kết nối giữa 2 sự kiện này. Dòng suy nghĩ này đặc biệt trở nên mạnh mẽ cùng với thiên niên kỷ mới đang đến (một thời điểm nhiều lạc quan và hy vọng cho tương lai).

Cái vấn đề mà gây ra bùng nổ thị trường chứng khoán tuy nhiên không phải thực là do “Cách mạng IT” mà xa hơn là do sự hào hứng của công chúng cuộc cách

mạng công nghệ đã tạo ra. Phản ứng của công chúng bị ảnh hưởng bởi lý lẽ cảm tính của thần thoại Internet, và cái lý lẽ này cuối cùng được ảnh hưởng bởi sự tranh cãi hay những ví dụ nhợt nhạt. Nếu chúng ta sử dụng Internet thường xuyên, thì điều đó sẽ đến với ta rất dễ dàng. Internet là, dĩ nhiên, một cách tân công nghệ quan trọng cũng như là những bước phát triển trong các lãnh vực khoa học khác, nhưng chúng ta có thể đặt câu hỏi thế này: cái gì ảnh hưởng đến Internet và cách mạng thông tin liên lạc có giá trị với các doanh nghiệp đang tồn tại. Công nghệ mới có luôn tác động đến thị trường và nhưng nó nên làm tăng giá trị của các công ty đang tồn tại, giả dụ rằng các công ty đó không độc quyền trong công nghệ?

Vài mẫu tăng trưởng kinh tế cơ bản cho rằng sự tiến bộ đột ngột của công nghệ không có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu (Blanchard, 1989). Ảnh hưởng mang tính lý thuyết của sự phát triển đột ngột của công nghệ có thể kích lệ đầu tư vốn mới, mà sẽ tạo ra một phần lãi thêm mà sự tiến bộ công nghệ có lẽ tạo ra trên vốn đã tồn tại.

b) Sở thích của con người thay đổi

Giá cả thị trường tăng đã làm cho giá trị thực dụng tăng theo. Một cuộc khảo sát vào năm 1975 và 1994 hỏi người ta rằng cái gì họ xem trọng trong cuộc sống (Bowman, 1996). Vào năm 1975 38% chọn là có nhiều tiền, trong khi đó vào năm 1994 tỷ lệ này là 63%.

Giá trị thực dụng bản thân nó không hề tác động một cách logic vào thị trường chứng khoán nhưng thật là hợp lý để mong rằng mọi người tiết kiệm tiền cho tương lai và cho việc nghỉ hưu đang đến gần. Cổ phiếu đã trụ giá lâu dài cũng tạo ra ít nhất được khả năng thu thập lớn và dễ dàng kiếm được của cải. Quan điểm đầu tư vào cổ phiếu là con đường làm giàu nhanh nhất đã xuất hiện. Sự sa thải nhiều nhân công vào đầu thập niên 1990s hầu như cũng làm cho người ta thay đổi cái nhìn về cuộc sống của họ. Kinh nghiệm tích lũy hay ít nhất việc nghe người khác bị sa thải đã gây ra một dấu ấn lên cách mà người ta suy xét về việc tự làm chủ và ý chí tự kiểm soát kinh tế bản thân. Bằng cách đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu và các loại tài sản tài chính khác người ta đã có khả năng tạo nên một “sự giảm shock” trong

trường hợp bị đuổi việc. Các hãng đã chuyển gói trợ cấp “compensation packages” của ban quản lý ra khỏi lương cố định để chuyển thành trợ cấp bằng cách cho họ tham gia cổ phần của công ty và trả phần trợ cấp dựa trên kết quả kinh doanh. Với những tùy chọn như vậy ban quản lý đã có một động lực để làm bất cứ điều gì để đẩy giá cổ phần lên. Họ có động lực để duy trì cho doanh nghiệp một vẻ ngoài thành công và là một doanh nghiệp sẽ đi theo hướng có một tương lai ấn tượng với lợi nhuận tăng. Đó dường như là một chiến thuật để đẩy giá cổ phiếu lên vào cuối thập niên 1990s và tinh lọc công ty và thông cáo rằng nó là một phần của nền kinh doanh điện tử.

c) Bùng nổ dân số và ảnh hưởng thấy được của nó trên thị trường.

Những năm sau thế chiến thứ II, có một mức tăng thực trong tỷ lệ sinh đẻ không chỉ ở Thụy Điển mà ở nhiều quốc gia khác ở Châu Âu và Mỹ. Thời bình đã khuyến khích những người mà chưa có gia đình do chán nản và chiến tranh có con. Sau đó vào giữa thập niên 1960, tỷ lệ sinh đẻ cuối cùng suy giảm và trở về mức thường (chuẩn) hơn. Việc suy giảm bất thường này không phải là độc nhất và việc suy giảm này không phải là do đói hoặc chiến tranh mà do tỷ lệ sinh giảm (Cohen, 1998). Các nhân tố đóng góp vào việc giảm dân số là các bước tiến trong việc kiểm soát sinh đẻ và những biến đổi xã hội như là việc hợp pháp thuốc ngừa thai và phá thai.

Những người được sinh ra từ thời thế chiến đến cuối thế kỷ vừa rồi đã đến độ tuổi mà họ bắt đầu tiết kiệm cho nghỉ hưu. Hai giả thuyết đưa ra rằng sự hiện diện của số đông người ở độ tuổi trung niên phải đẩy giá thị trường ngày nay. Giả thuyết đầu tiên xem xét về chỉ số PE cao chúng ta thấy ngày nay. Điều này có thể xem như là kết quả của các cuộc tranh giành giữa những người sinh ra từ thời thế chiến thứ 2 để mua cổ phiếu mục đích là để chuẩn bị cho tương lai nghỉ hưu của họ và đẩy giá cổ phần liên quan lên để nhận lấy lợi nhuận. Thuyết thứ hai chỉ ra rằng việc tiêu xài những hàng hóa và dịch vụ thông dụng (hiện thời) đã đẩy giá cổ phần lên thông qua hiệu ứng dương được tạo ra trên nền kinh tế: phí tiêu dùng cao nghĩa là lợi nhuận công ty cao (Shiller, 2000).

Hai thuyết này theo một cách nào đó thì quá đơn giản. Đầu tiên, chúng không tính đến khi nào bùng nổ dân số sẽ ảnh hưởng thị trường cổ phiếu. Hiệu ứng của bùng nổ dân số có thể sẵn sàng kết hợp vào giá cổ phiếu bởi các nhà đầu tư. Những thuyết này cũng bỏ qua những nhân tố như là sự xuất hiện của hệ thống chủ nghĩa tư bản khắp thế giới và những nhu cầu của chúng. Thuyết này cho rằng bùng nổ dân số đưa giá thị trường lên vì nhu cầu của bùng nổ dân số về hàng hóa ngụ ý rằng thị trường được định giá cao bởi lợi tức cao; điều này sẽ không giải thích tỷ suất PE cao. Nếu những mô hình tiết kiệm vòng đời một mình thống trị thị trường tiết kiệm, thì sẽ có những tương quan mạnh trong hành vi giá thông qua những loại tài sản luân phiên (loại trừ), và sự tương quan mạnh qua thời gian giữa giá trị tài sản và nhân khẩu học. Điều này sẽ ngụ ý rằng khi hầu hết thế hệ cảm thấy cần thiết để tiết kiệm, họ cố đạt được mọi kiểu tiết kiệm. Tình huống tương tự sẽ đúng khi thế hệ này cảm thấy cần phải giảm tiết kiệm của họ, những gì họ bán sẽ đẩy giá xuống. Những nghiên cứu được thực hiện ở Mỹ cho thấy rất ít sự tương quan dài hạn như vậy (Bakshi and Chen, 1994).

Có một lý giải hợp lý là những thế hệ khác nhau thì có cách đối mặt với rủi ro theo một cách khác nhau. Những người chưa từng trải qua những thời gian tồi tệ như Thế Chiến thứ II hay sự tuyệt vọng sẽ ít nhận ra được mối hiểm họa tiềm tàng trong các tình huống tài chính hay chính trị. Có vài chứng cứ cho thấy những kinh nghiệm được chia sẻ trong những năm hình thành (formative) để lại dấu ấn mãi mãi trên thái độ của một thế hệ (Inglehart, 1985). Điều này cung cấp vài sự thật không thể nghi ngờ với những thuyết tăng trưởng dân số ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán, nhưng nó có thể là nhận thức của công chúng về tăng trưởng dân số và những ảnh hưởng của nó thì chịu trách nhiệm hầu hết cho những bất ổn của thị trường. Nhiều người tin rằng bùng nổ dân số đại diện cho một nguồn sức mạnh quan trọng cho thị trường ngày nay, và điều này đóng góp vào cái cảm giác rằng có một lý do tốt khi trường có giá trị cao.

d) *Sự mở rộng của phương tiện báo cáo trong tin tức kinh doanh*

Tờ báo kinh doanh đầu tiên của Thụy Điển là *Dagens Industri*, nó được thành lập từ năm 1976 và theo sau nó là tờ *Finanstidningen* được thành lập vào 1989. Vào cuối thập niên 1990s những tờ báo lớn đã thêm vào báo của họ chuyên mục thị trường tài chính và phần lớn các trang web mới đã xuất hiện, ví dụ như là *E24*, *Dagens Finans*, và *Bit*. Vào năm 1997, *TV8* đài truyền hình tài chính đầu tiên của Thụy Điển xuất hiện, tuy nhiên vào thời gian này số người có truyền hình cáp đã từ lâu xem tin tức tài chính Mỹ trên CNN*fi*, CNBC và Bloomberg. Không chỉ phạm vi mà bản chất của các bài báo tài chính cũng thay đổi trong thập niên 1990s. Những nghiên cứu cho thấy rằng các tờ báo có từ 20 năm trước đã chuyển chuyên mục kinh doanh của họ thành mục nổi bật “Tiền” với những mẹo hữu dụng về đầu tư. Các bài viết về các doanh nghiệp đã từng được viết như thể là chúng chỉ dành cho những người có liên quan trong ngành công nghiệp tài chính hoặc trong doanh nghiệp thôi thì bây giờ được viết chệch theo hướng các cơ hội sinh lời cho các nhà đầu tư đơn lẻ (Parker, 1998). Loại hình phương tiện này dẫn tới việc tăng mức cầu chứng khoán, như là những quảng cáo cho sản phẩm mà làm cho người ta quen với sản phẩm hơn, nhưng cho họ những tùy chọn để mua, và quan trọng nhất là khuyến khích thực sự mua sản phẩm. Việc đưa ra các bài báo khuyến khích này làm cho việc mức cầu tăng là không có gì đáng ngạc nhiên, nó cũng giống như là mức cầu của các thị phẩm khác tăng lên sau một chiến dịch quảng bá.

Các kiểu “mode” đầu tư và kết quả của giá trị tài sản đầu cơ dễ biến động xuất hiện được xem là do tính bốc đồng của công chúng (Shiller, 1984, 1987). Sự quan tâm của nhà đầu tư đến danh mục đầu tư dường như bị ảnh hưởng bởi việc công chúng có quan tâm đến danh mục đó hay không. Sự quan tâm của nhà đầu tư đến thị trường dường như rất khác biệt theo thời gian và những và những phá sản trong thị trường tài chính được xem là do hiện tượng của sự quan tâm, mà trong đó một lượng lớn thất thường sở thích của công chúng là tập trung vào thị trường (Shiller 1987). Vì thế, phương tiện có thể có một vai trò quan trọng trong việc định hướng

sự quan tâm của công chúng vào thị trường, mà điều này có thể có hậu quả là hành vi bất thường của thị trường.

e) Các tiên đoán lạc quan không ngừng của các nhà phân tích

Theo một nghiên cứu ở Thụy Điển, cá nhà phân tích ở các ngân hàng lớn thường ra lời khuyên “mua” ở các công ty trong 2 ngoài 3 trường hợp mà ngân hàng đã ký kết (Hlidschiner, 2001). Không chỉ một trường hợp các ngân hàng đầu tư cho lời khuyên mua. Các ngân hàng mà không phát hành cổ phiếu lần đầu tiên thì ít lạc quan về tương lai của công ty. Một trong 3 trường hợp các ngân hàng độc lập lại đưa ra lời khuyên bán mạnh. Một nghiên cứu cho thấy rằng ở Mỹ cũng có kết quả tương tự; trong số các lời khuyên của các nhà phân tích của 6000 công ty thì chưa có đến 1% khuyên bán vào cuối năm 1999 trong khi đó 69,5% cho rằng nên mua còn 29.9% thì bảo nên giữ. Đây là một kết quả gây choáng đỗi với một nghiên cứu 10 năm trước đó khi đó 9.1% khuyên là nên bán (Shiller, 2000). Sự thiếu khách quan có thể được giải thích bằng nhiều cách, ngân hàng có thể đánh giá quá cao các phân tích của nó để mà có thể nhận thêm được nhiều hơn các đơn hàng tài chính tổ chức vì thế ngân hàng thường hoạt động như thể là nhà cố vấn trong việc tuyển truyền các tiềm năng lợi nhuận bởi các công ty trong tương lai. Một lý do khác là có thể lời khuyên bán có thể bị ảnh hưởng bởi sự phẫn nộ của các công ty có liên quan. Các công ty có thể trả đũa bằng cách từ chối đối thoại với các nhà phân tích, những người mà họ coi là đưa ra những báo cáo kém khả quan (tiêu cực), các công ty không cung cấp thông tin cho họ và không đưa cho họ mô hình điều hành để họ có thể chuẩn bị các tiên đoán lợi nhuận (tức). Một lý do khác nữa là có thể các hãng chứng khoán có đảm bảo thuê một lượng lớn các nhà phân tích và những hãng này không muốn các nhà phân tích của họ làm bất cứ điều gì gây nguy hại mặt lợi của kinh doanh này. Các nhà phân tích liên kết với các ngân hàng đầu tư đưa ra các lời khuyên có ý nghĩa thuận lợi hơn cho các hãng mà nhân viên của hãng đó là cá đồng hay dẫn đầu bảo hiểm hơn là các nhà phân tích không liên kết, mặc dù các dự đoán của họ thường không mạnh hơn (Lin và McNichols, 1998).

Tầm nhìn bao quát về lời khuyên tích cực của các nhà phân tích và những chứng cứ về ảnh hưởng thái hóa của các ngân hàng đầu tư lên lời khuyên của các nhà phân tích có thể đóng góp vào sự biến động của thị trường và bong bóng đầu cơ.

f) Sự tăng trưởng của các quỹ công đồng và sự xuất hiện của lợi tức quỹ hưu (Premiepensionsvalet).

Sự bùng phát của thị trường chứng khoán trùng hợp với sự phát triển bứt phá trong ngành công nghiệp quỹ công chúng và sự sinh sôi của các quảng cáo cho các quỹ này. Quỹ công đồng đầu tiên đầu tư vào thị trường ở Thụy Điển xuất hiện vào thập niên 1950 bởi *Handlsbanken*. Thật khó để khuyến khích người dân đầu tư vào các quỹ và vào đầu thập niên 1970 thì tổng giá trị của 10 quỹ đầu tư không hơn 300 triệu SEK. Sự tăng tốc đầu tiên của các quỹ đến vào năm 1984 khi mà *allemansspar* được giới thiệu. Có 2 chọn lựa trong *allemansspar*, một là tài khoản lợi tức (interest-savings account) (*allemanssparkonto*) và một tài khoản lợi vốn (equity-savings account) trong quỹ công chúng (*allemansfond*). Có một khích lệ để dùng các loại tích lũy này vì hoa lợi được miễn thuế cho tới năm 1991. Cổ tức từ các quỹ công chúng được đánh thuế 20% cho đến tháng 1 năm 1997; điều này nên so với mức thuế 30% được đánh trên vốn thu nhập. Sự phổ biến của các quỹ công chúng phát triển nhanh chóng và vào năm 1986-87, 400 triệu SEK đã được đầu tư vào quỹ; khối lượng này tăng lên 75.000 triệu SEK vào năm 2000. Quỹ công chúng (*allemansfond*) là bước tiến lớn trong quỹ công chúng ở Thụy Điển và từ đó người ta đã biết cách phân bổ rủi ro bằng cách đầu tư nhiều loại chứng khoán. Vào năm 1989, cơ hội để đầu tư vào cổ phiếu ngoại quốc đã trở thành hiện thực. Đã có 10 quỹ đầu tiên với tổng vốn khoảng 880 triệu SEK, 5 năm sau 6.600 triệu SEK đã được đầu tư vào cổ phiếu ngoại quốc. Ngày nay khoảng 350 với chừng 50.000 triệu SEK đã được đầu tư (*Fondex*).

Một phần lý do làm cho quỹ vốn công đồng sinh sôi quá nhanh là do chúng được dùng bằng lương hưu (*premiepensionvalet*). Sự thay đổi tự nhiên trong kế hoạch lương hưu đã khiến người ta cách để chấp nhận chứng khoán và quỹ đầu tư

như là một nguồn tốt để tăng vốn. Khi người ta đầu tư tiền thẳng vào các quỹ công chúng, họ có sẽ nắm bắt hơn về khái niệm và vì thế họ sẽ đầu tư nghiêng về phía nguồn vốn không phải lương hưu trong các quỹ công chúng. Nếu sự quan tâm của người ta được nhìn qua thấu kính của một kế hoạch lương hưu thì trực giác của họ sẽ nghĩ ngay đến đầu tư dài hạn vì mục đích của quỹ lương hưu là để chuẩn bị cho nghỉ hưu, và quỹ đó dĩ nhiên dành cho hầu hết người lao động trong nhiều năm tới. Ý nghĩ khuyến khích đầu tư dài hạn thì tốt theo một số nhà đầu tư, tuy nhiên khi mà con số các quỹ công chúng và danh mục đầu tư tăng lên, ngân hàng và các tổ chức đưa ra các quỹ công chúng mà có lẽ sẽ tạo ra nhiều cầu hơn cho cổ phiếu mà đến lượt nó đóng góp một phần lớn trong việc cổ phiếu tăng giá.

Một lý do khác giải thích cho việc bùng nổ tăng trưởng của các quỹ này là họ đã trả một mức phí lớn cho quảng cáo. Các quỹ công chúng có thể khuyến khích các nhà đầu tư ngu ngơ tham gia vào thị trường bằng các khiến họ nghĩ rằng các chuyên gia quản lý quỹ sẽ giúp họ tránh xa được các cạm bẫy thị trường. Sự sinh sôi của các quỹ công chúng vốn vì thế tập trung thị hiếu (attention) của công chúng vào thị trường, Với tác động khuyến khích rằng giá đầu cơ trên thị trường tập trung lại hơn là với những cổ phiếu đơn lẻ. Một nghiên cứu ở Mỹ cho thấy rằng sự liên hệ giữa hoạt động thị trường và mức lãi trong các quỹ công chúng, các dòng tiền chảy vào các quỹ công chúng thể hiện ngay một phản ứng khi giá thị trường tăng (Warther, 1995). Có một khái niệm xuất hiện trong quần chúng đó là các quỹ đầu tư công chúng thì có vẻ tiện lợi và an toàn vì thế nó đã khuyến khích các nhà đầu tư mà đã từng sợ tham gia vào thị trường, vì thế nó giúp đẩy giá của thị trường lên.

Mức kiến thức và giáo dục trong người dân và các nhà đầu tư có thể cũng có một vai trong quan trọng trong giá trị của cổ phiếu. Cám ơn các quỹ công chúng và các phương tiện đã giúp các nhà đầu tư học được cách để đầu tư dài hạn và để thấy giá giảm như tạm thời – và cũng như là mua cơ hội. Vì thế các nhà đầu tư đã học được cách phân bổ danh mục đầu tư cổ phiếu thì không rủi ro, và rằng cổ phiếu thì có nhiều giá trị đầu tư hơn là họ đã từng nghĩ. Vì thế kết quả là bây giờ họ sẵn sàng

mua cổ phiếu nhiều hơn. Vì mức cầu cho cổ phiếu tăng, thị trường chứng khoán sẽ vĩnh viễn duy trì mức giá cao trong tương lai (Glassman, Hassett. 1999)

g) *Lạm phát và hiệu ứng của ảo tưởng tiền (Effects of Money Illusion) giảm.*

Ảo tưởng tiền là việc nhìn nhận sai lệch về sự khác biệt giữa giá trị danh nghĩa và giá trị thực, hoặc là xu hướng tiếp tục gán cho giá trị danh nghĩa tầm quan trọng mặc dù đã nhận thức được giá trị thực. Điều này thì bình thường giữa mọi nhà ra quyết định, mà vẫn ngoan cố, mặc dù sau khi thực chất biết rằng nó thì không hoàn toàn được loại trừ (Schwartz, 2000).

Triển vọng và lạm phát của nền kinh tế Thụy Điển thì mà được đo bằng phần trăm thay đổi của chỉ số giá tiêu dùng (CPI) thì đã tăng trưởng cùng với thị trường giá lên trong thập niên 1990. Tại sao lạm phát lại xấu đến thế? Có rất nhiều lý do để giải thích nhưng một trong những lý do là công chúng khá quan tâm đến mức lạm phát cao. Những nghiên cứu ở Mỹ cho thấy rằng con người tin một cách rộng rãi rằng mức độ lạm phát là một thước đo tốt cho nền kinh tế và xã hội của một quốc gia (Shiller, 1997). Lạm phát cao được xem là một dấu hiệu của nền kinh tế xáo trộn, của việc mất giá trị cơ bản, và là một điều hổ thẹn cho quốc gia. Lạm phát thấp thì được nhìn nhận là dấu hiệu của một nền kinh tế phồn thịnh, xã hội công bằng, chính phủ điều hành tốt. Vì thế, chẳng có gì đáng ngạc nhiên khi lạm phát thấp thúc đẩy sự tự tin của công chúng và vì thế thúc đẩy giá trị thị trường.

Tầm nhìn này, tuy nhiên, cũng không thực sự thỏa mãn như những giải thích của các lý thuyết kinh tế. Thị trường chứng khoán phản ứng bất hợp lý với lạm phát vì người ta không hiểu đầy đủ các hiệu ứng của lạm phát vào mức lãi suất (Modigliani và Cohn, 1979). Khi lạm phát cao – lãi suất danh nghĩa cũng cao vì chúng phải bù đắp phần lạm phát cho các nhà đầu tư, mà cái phần lạm phát đó ăn mòn giá trị tiền của họ. Modigliani và Cohn cho rằng thị trường có hướng suy yếu khi mức lãi suất danh nghĩa cao (ngay cả) khi mức lãi suất thực thấp vì một dạng của “ảo tưởng tiền”, hay công chúng bối rối về những tác động của mức chuẩn tiền thay đổi. Khi có lạm phát, giá trị của tiền thay đổi, và vì thế mức đo mà con người

dùng để ước lượng giá trị cũng thay đổi theo. Khi người ta nghe về tiêu chuẩn so sánh thay đổi dĩ nhiên họ sẽ cảm thấy bối rối.

Sự hiểu nhầm về lạm phát trong cộng đồng thúc đẩy sự kỳ vọng cao về giá trị thực của tiền sẽ quay lại. Hầu hết dữ liệu về sự trở lại của giá cả cổ phiếu trong quá khứ được báo cáo trong các phương tiện thông tin đều là mức danh nghĩa, hoàn toàn không có điều chỉnh vì lạm phát, và cũng chẳng có gì bất ngờ khi công chúng có thể cũng mong mức danh nghĩa như thế trở lại trong tương lai. Tỷ lệ lạm phát hằng năm của Thụy Điển trong suốt từ năm 1996-2000 thì trên mức bình quân 0,36%, mức bình quân lạm phát hằng năm vào năm 1986-1990 là 5,33% (SCB). Vì thế, kỳ vọng mức danh nghĩa tương tự trở về như chúng ta thấy ở thị trường chứng khoán trong suốt thập kỷ qua là kỳ vọng nhiều ở giá trị thực.

h) Sự mở rộng quy mô giao dịch

Doanh thu (số cổ phần nhân đơn giá) của Stockholm Stock Exchange đã tăng từ 130.000 triệu SEK vào năm 1991 đến xấp xỉ 4.550.000 triệu SEK vào năm 2000 (Stockholm Stock Exchange). Nó tăng 3400% chỉ trong chưa tới 10 năm hay tương đương bình quân hàng năm là 42.3%.

Mức doanh thu cao có thể do lãi thị trường tăng như là kết quả của các nhân tố khác đã được đề cập ở đây nhưng một nhân tố quan trọng khác đó là việc xụt giá giao dịch. Điều này có thể là kết quả của cuộc đấu tranh quyết liệt hơn và việc liên tục giảm giá của các môi giới trên Internet nhưng việc thay đổi công nghệ cũng đóng một vai trò quan trọng trong việc làm giả giá trị giao dịch. Quảng cáo giảm giá trên mạng của các môi giới đã làm nảy sinh một lượng lớn các nhà đầu tư nghiệp dư người mà có thể “giao dịch cả ngày”, vì thế, cố gắng để tạo ra lợi nhuận buôn bán cổ phiếu một cách nhanh chóng bằng cách sử dụng tương tự (hệ thống khớp lệnh) mà được sử dụng bởi các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Sự tăng trưởng của giao dịch mạng, cũng như là thông tin trên mạng Internet và các dịch vụ giao tiếp, có thể hướng con người từng phút từng phút một quan tâm đến thị trường. Sau nhiều giờ giao dịch trao đổi cổ phiếu có khả năng họ cũng sẽ tham gia thị trường, khi mà các

nhà đầu tư có thể bắt kịp giá thay đổi trong phòng khách của họ trong thời gian rảnh.

Các nhà kinh tế học Schlomo Benartzi và Richard Thaler theo kinh nghiệm của họ cho thấy có thể có những mối quan hệ phụ định giữa việc phơi trần định giá (exposure to price quotes) và mức cầu cổ phiếu (Shlomo và Thaler, 1995). Hai nhà kinh tế học cho thấy rằng mẫu thời gian quan tâm đến giá cả thị trường có thể có tác động quan trọng đến mức cầu cổ phiếu. Nếu người ta bị phơi bày dữ liệu hằng ngày trên giá cổ phiếu có thể họ sẽ không thích thú với việc đầu tư chứng khoán hơn là nếu họ chỉ được xem lợi nhuận trở lại lâu hơn. Để kiểm soát liên tục những biến động trong giá chứng khoán dĩ nhiên tạo ra nỗi lo sợ về rủi ro đầu tư chứng khoán. Các nhà đầu tư có tổ chức mà khuyến khích giám sát giá cả thị trường thì thường có sự hướng chán nản về mức giá thị trường (Shiller, 2000).

Mặt khác, việc báo giá thường xuyên hơn là do việc thay đổi công nghệ gần đây, và có một hiệu ứng trái ngược được nhìn thấy bởi Thaler và Benartzi. Trong một setting không thực nghiệm, nơi mà các “giám thị” không kiểm soát được sự quan tâm của công chúng, sự tăng cường các quan sát giá có thể làm tăng mức cầu cổ phiếu bởi các nhà đầu tư bị thu hút bởi chúng.

i) Sự xuất hiện của cơ hội may rủi

Số lượng các “sòng bài” đã tăng lên đáng kể trong thập kỷ qua. Ngày nay, con người có thể tham gia đánh bạc qua truyền hình, Internet, và các loại phương tiện khác trong nhà hàng, café thậm chí trong các casino của nhà nước. Sự tăng lên thường xuyên các loại hình cờ bạc thực tại có thể có những hiệu ứng quan trọng trong tiềm năng sâu xa về văn hóa và thái độ thay đổi chấp nhận rủi ro ở một lãnh vực (khu vực) khác, như là đầu tư vào thị trường chứng khoán. Bài bạc triệt tiêu sự ngăn chặn tự nhiên chống lại việc chấp nhận những rủi ro và vài loại cờ bạc đặc biệt trong xổ số, giống về mặt ngoài thị trường tài chính. Một người đặt lệnh với máy tính, anh ta nhận được chứng nhận (tờ vé số) và điều này thiết lập một sở thích tham gia vào các loại cờ bạc như thế, và cũng thật là tự nhiên để sau này anh ta có thể chuyển lên một dạng cao hơn chơi vé số đó là đầu cơ vào thị trường cổ phiếu.

j) Hiệu ứng lan tỏa từ bài bạc sang tính dễ biến động của thị trường tài chính có thể có nguồn gốc từ bài bạc và các “sòng bài” thì thường khuyến khích nó bằng cách cho thêm một cơ hội cuối cùng để lấy hên, một sở thích cao mà một người thể hiện cao hơn người kia bao nhiêu, và một cách mới để khuyến khích một người thoát khỏi cảm giác chán nản hay đơn điệu (Shiller, 2000). Ngày nay chúng ta luôn bị khuất phục vào các quảng cáo chuyên nghiệp cao mà có để cổ vũ cho những thái độ. Theo tỷ lệ thì truyền hình và các thông báo công chúng thường khuyến khích người ta chọn quỹ công chúng để đầu tư cho tương lai nghỉ hưu của họ. Các nỗ lực marketing đó và các kinh nghiệm bài bạc hay thấy những loại bài bạc khác, có thể đã có hiệu ứng làm khuyến khích không đáng kể đến hành vi chấp nhận rủi ro trên thị trường chứng khoán.

2. Yếu tố văn hóa

Phần này sẽ mô tả các yếu tố văn hóa, ngoài ra còn mô tả các ngoại lực đã giúp hình thành nên cấu trúc bong bóng đầu cơ, như là:

a) Phương tiện thông tin

Phương tiện thông tin lúc nào cũng có mối liên hệ gần gũi với việc gây ra và mở rộng bong bóng đầu cơ. Có lẽ bong bóng nổi tiếng nhất là chứng hoa Uất Hương Hà Lan vào thập niên 1630, khi đó báo chí đóng một vai trò quan trọng trong việc truyền bá chịu chứng này (Garber, 2000). Mặc dù báo chí luôn cho rằng họ không có cái nhìn thiên vị, tuy nhiên, họ là một phần hợp nhất của các sự kiện trên thị trường vì họ thích có được nhiều người xem càng tốt. Các sự kiện trên thị trường chỉ có ý nghĩa khi có các nhóm lớn có những ý tưởng tương đồng, và ở đây phương tiện thông tin đóng vai trò là một phương tiện thiết yếu trong việc truyền bá những ý tưởng này. Phương tiện thông tin thực chất đóng hai vai trò: chúng lập nên sân khấu cho thị trường nhảy nhưng chúng cũng là chủ thể đề ra các bước nhảy đó (Shiller, 2000).

Phương tiện thông tin thì luôn ở trong sự cạnh tranh không ngừng để lấy được tình cảm của công chúng mà cần thiết cho sự sống sót của họ. Sự sống sót đòi hỏi họ tìm và định nghĩa tin tức hay, tập trung vào những tin tức tiềm năng và bất cứ

khi nào có thể, định nghĩa một câu chuyện sắp xảy ra mà cuốn hút sự quan tâm của độc giả để giữ được khách hàng. Phương tiện thông tin hình thành tình cảm của độc giả, phân loại suy nghĩ, và họ tạo ra môi trường trong đó những sự kiện của thị trường chứng khoán mà chúng ta thấy đang trình diễn. phương tiện thông tin là những người truyền bá những cái cơ bản của việc di chuyển giá chứng khoán đầu cơ thông qua nỗ lực đưa tin tức đáng quan tâm đến khán giả. Chúng thỉnh thoảng làm tăng mối quan tâm bằng cách gắn những câu chuyện với sự di chuyển của giá chứng khoán mà dân chúng đã quan sát, và vì thế làm tăng sự nổi bật của những di chuyển này và tập trung mối quan tâm vào chúng. Chúng có lẽ nhắc nhở công chúng về tình tiết thị trường quá khứ, hay về chiến lược giao dịch của những người khác. Vì thế phương tiện thông tin có thể thỉnh thoảng áp ủ phản ứng mạnh từ giá quá khứ tới sự thay đổi của giá sau. Kết quả là phương tiện thông tin áp ủ nhiều phương tiện thông tin liên tiếp.

Những phương tiện thông tin liên tiếp thì thỉnh thoảng được xem xét là news cascades. Nó dường như rằng tin tức ảnh hưởng thị trường thì thường bị hoãn lại. Tin tức cũng dường như hình thành sự dao động trong mối quan tâm của công chúng. Mối quan tâm này được đặt tại những hình ảnh hay những câu chuyện, hay liên quan tới những sự kiện họ đã biết trước đó. Tuy nhiên, họ có thể bỏ qua những tin tức được đề cập liên tiếp cho những chuỗi sự kiện đến khi một mẫu tin tức mới quan trọng ngược lại với chuỗi thông tin đang được report xuất hiện. sự quan tâm kế tiếp nhau như vậy được gọi là Cascades, như là mối quan tâm của một người cho một cái gì đó, dẫn tới mối quan tâm đến cái sự kiện khác.. và khác.

Phương tiện thông tin bị cuốn hút bởi thị trường tài chính bởi vì có một dòng chảy liên tục của tin tức trong hình thức của giá thay đổi hàng ngày và bản báo cáo của công ty. Có những thị trường khác như bất động sản, mà có thể làm việc như nguồn thông tin mặc dù nó chúng không tạo ra sự di chuyển giá cả hàng ngày và sự dao động của giá cả thì không nhiều như trong thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán cũng sở hữu một hình ảnh của chất lượng và công chúng xem nó như là trong một song bài lớn "Big Casino" nơi những người chơi tự đưa ra những lựa

chọn. thị trường chứng khoán cũng là nơi của sự hào hứng và những thách thức căng thẳng của việc đạt được hay mất tài sản. Thị trường tài chính sở hữu bản chất của những tay cờ bạc chung thủy đáng được khen thưởng vì khi họ chơi thường xuyên hơn họ học được nhiều hơn và họ dễ đưa ra những quyết định thích hợp.

Trong những nỗ lực để thu hút sự quan tâm, thông tin đại chúng cố gắng đưa ra những vấn đề vào trong suy nghĩ của con người. kết quả phương tiện thông tin đưa đến những ấn tượng rằng có những chuyên gia trên tất cả mọi khía cạnh của vấn đề, mà sẽ đưa ra những lời khuyên cho từng mỗi vấn đề mà mọi người đang bối rối.

Không thiếu những nhà báo và những chuyên gia đang cố gắng giải quyết những vấn đề của chúng ta về thị trường ngày nay, tuy nhiên; có một sự thiếu của những sự kiện hợp lý hay những giải thích được xem xét giữa những người này. Nhiều tin tức phải được đưa ra trước sức ép của ngày đáo hạn. bất cứ thứ gì phải làm để hợp với những con số. Những thông tin cơ bản, sau khi được chú ý rằng thị trường bùng nổ là để tập trung vào những con số thống kê ngắn hạn, đang làm những so sánh với đối thủ cạnh tranh và câu chuyện tin tức kết thúc với một vài yếu tố thông thường đằng sau sự phát triển.

b) Có phải giá chứng khoán thay đổi vào những ngày với tiêu đề lớn?

Cái gì là tin tức thật sự sau đó, cái gì là phản ứng thật sự với những sự kiện đáng nghi ngờ? có phải những tin tức quan trọng được theo sau bởi giá chứng khoán thay đổi? Một nghiên cứu được thực hiện bởi Victor Niederhoffer ở Mỹ năm 1971 tìm kiếm để xác định có phải những ngày với tin tức của sự kiện thế giới quan trọng liên quan tới những ngày với giá chứng khoán dao động. Nghiên cứu bao gồm 432 tiêu đề lớn trong New York Times giữa năm 1950 và 1966. Vài sự kiện bao gồm chiến tranh ở Hàn Quốc, quân đội ở Nga đe dọa Hungary và Hà Lan vào năm 1956, khủng hoảng ở Kênh Đào Suez vào năm 1956, căng thẳng ở Cuba vào năm 1960 và 1962, và sự ám sát của Tổng Thống John Kennedy vào năm 1963. Nghiên cứu kết luận rằng chỉ số S&P trong giai đoạn này thể hiện một sự tăng một ngày đáng kể (của hơn 0.78%) vào chỉ 10% của những ngày dao động và giảm một ngày

đáng kể (của hơn 0.71%) vào chỉ 10% của những ngày dao động. Trong số 432 sự kiện thế giới đáng nhớ, 78(18%) chỉ ra sự tăng đáng kể và 56(13%) chỉ ra sự giảm đáng kể. Vì thế những ngày như thế chỉ làm tăng nhẹ giá cả so với những ngày khác(Niederhoffer, 1971). Niederhoffer chỉ ra rằng những câu chuyện thuộc tiêu đề dường như không ảnh hưởng nhiều đến giá trị cơ bản được thể hiện trên thị trường chứng khoán. Phương tiện thông tin đại chúng dường như có suy nghĩ rằng những tin tức biến động lớn đến quốc gia dường như không là những gì thật sự quan trọng đối với thị trường chứng khoán. Ông ta tiên đoán rằng những sự kiện khủng hoảng thì có lẽ ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán. Niederhoffer chỉ ra rằng suốt thời kỳ khủng hoảng, được định nghĩa như là 5 hay 6 headlines lớn xuất hiện trong vòng giai đoạn 7 ngày, 42% thay đổi hàng ngày là lớn, so sánh với 20% với cái khác, giai đoạn thời gian “bình thường”. Vì thế giai đoạn thời gian là cái gì đó, nhưng không đáng kể, thì được theo sau bởi thay đổi lớn trong thị trường chứng khoán. Rất ít sự dao động giá trên thị trường chứng khoán chỉ ra sự liên kết có ý nghĩa với headlines.

c) Những thay đổi giá chủ yếu vào những ngày không có thông tin

Cái gì gây ra sự thay đổi giá cả vào những ngày không có thông tin quan trọng? Một cuộc nghiên cứu vào 1989 đưa ra một danh sách của sự di chuyển của 50 chứng khoán lớn nhất nước Mỹ, được đo lường bởi chỉ số S&P từ chiến tranh thế giới thứ hai. Hầu hết những cái gọi là lời giải thích không phản ứng với bất kỳ tin tức không thường xuyên nào, và trong số chúng có thể thậm chí không được xem là tin tức nghiêm trọng(Culter et al.,1989). Theo lý thuyết thị trường hiệu quả, thấy trong 3.1.1, giá chứng khoán phản ánh với tin tức khi nó xuất hiện, nhưng không phải khi thông tin đại chúng nói về chúng. Điều này sau đó có thể là một cuộc tranh cãi về ý kiến của việc tìm ra thông tin vào ngày mà phần lớn giá chuyển động lớn. Một lí do khác có thể là sự kết hợp của những thông tin nhỏ có thể gây ra sự thay đổi lớn, mặc dù những sự kiện tách biệt thì quá nhỏ để làm bất cứ sự khác nhau. Nhiều câu chuyện tin tức xuất hiện vào những ngày giá dao động được chỉ ra như là nguyên nhân của sự thay đổi thị trường không thể tính cho sự thay đổi, hay ít nhất không có đủ tầm quan trọng. Thường tin tức liên quan tới một công ty, và

khi một công ty xem xét tổng giá trị thị trường của nó bao nhiêu, nó dễ dàng kết luận rằng nó thì không chắc chắn một công ty nên có một tác động như thế lên tổng thị trường. Tuy nhiên, một công ty có thể dễ dàng trình bày rằng sự kiện được xem xét bởi thị trường như là một đường phân nước, chỉ ra rằng nhiều sự kiện tương tự có lẽ xảy ra, mà sẽ ảnh hưởng công ty trong cùng ngành.

Trong một cuộc nghiên cứu được thực hiện ở Mỹ năm 1989, Shiller and Feltus đã hỏi 101 chuyên gia của thị trường rằng họ có nghe gì về việc tăng nợ bằng cách thay cổ phần (leveraged buyout-LBO) bởi UAL, công ty mẹ của United Airlines. Câu hỏi cho chuyên gia là họ có nghe về LBO như là một lời giải thích cho sự sụp đổ của thị trường, hay sự sụp đổ của UAL được gây ra bởi sự giảm trong thị trường. Không quá 36% câu trả lời rằng họ nghe về tin tức trước sự sụp đổ; 53% nói rằng họ nghe về nó sau đó như là một lời giải thích cho sự sụp đổ; còn lại 11% thì không chắc chắn họ nghe về nó khi nào (Feltus, Shiller, 1989). Nó dường như là câu chuyện tin tức là một cái đuôi gắn dài sau sự sụp đổ, hơn là trực tiếp gây ra nó, và vì thế nó thì không quan trọng như những gì phương tiện thông tin được đề cập. Câu hỏi thứ hai liên quan đến sự giảm đột ngột trong giá chứng khoán UAL sẽ làm giảm sự đảm nhiệm trong tương lai, hay nếu những tin tức nên được xem là điểm quan trọng, trong đó những nhà đầu tư có thể đưa ra những hoài nghi về thị trường. Trong số những người phản hồi, 30% chọn cái thay thế đầu tiên, 50% chọn cái thứ hai và những người còn lại thì không chắc chắn. Những chuyên gia trên thị trường dường như có phản ứng hầu hết với tin tức như là một lời giải thích cho hành vi của nhà đầu tư. Nó có lẽ đúng để nói rằng sự kiện tin tức là những cái cơ bản đối với sự sụp đổ của thị trường, trong đó nó đưa ra một câu chuyện mà làm tăng phản hồi từ giảm giá chứng khoán tới sự giảm giá chứng khoán sau đó nữa, bằng cách ấy nó giữ phản hồi từ sự giảm giá chứng khoán cho một dài đoạn lâu hơn những cái khác trong trường hợp này. Tuy nhiên nó không giống như là một nguyên nhân.

d) *Nền kinh tế mới*

Cùng với những thay đổi chủ yếu trong lý thuyết kinh tế mới mà được sinh ra để giải thích và bào chữa cho những điều kiện thị trường mới. một người có thể

nhận thức hàng loạt những những điều gây tranh cãi khác nhau, như là: những thay đổi vĩ mô, ví dụ lạm phát thấp hơn, toàn cầu hoá tăng, tỉ lệ lãi suất giảm và những thay đổi về cấu trúc, ví dụ như tư nhân hoá, cấu trúc lại doanh nghiệp và một sự dịch chuyển tới nền kinh tế dịch vụ hơn là kinh tế sản xuất truyền thống. Một yếu tố khác nữa là có giá trị đang được đề cập là sự bùng nổ trong ngành công nghệ cao.

Hầu hết những nhà kinh tế vĩ mô đồng ý rằng một sự lạm phát thấp và sự ổn định kinh tế là những yếu tố quan trọng cho một cái nhìn thị trường mạnh hơn. Cái làm cho thị trường khó đạt được sự tốt nhất là sự không chắc chắn, chẳng hạn như rủi ro và với giá cả lạm phát cao có xu hướng khó có thể dự đoán.

Một lý thuyết được biết suốt thời kỳ của sự bùng nổ vào những năm 1960s là nếu lạm phát tăng thì thị trường chứng khoán sẽ cũng tăng. Thị trường chứng khoán sẽ là hàng rào ngăn cản tốt nhất chống lại lạm phát bởi vì những nhà đầu tư có nhu cầu tương tự bất kể tỷ lệ lạm phát là bao nhiêu. Suốt thời kỳ bùng nổ năm 1990s ý kiến thì bị đảo ngược, niềm tin chung cho rằng lạm phát cao sẽ đẩy thị trường xuống thay vì tăng lên. Trước hết, những nghiên cứu gần đây bởi những nhà kinh tế đã chỉ ra rằng thị trường thì thể hiện sự nghèo nàn suốt thời gian bùng nổ cao của lạm phát và thị trường cuối cùng chấp nhận những kiến thức mới hơn. Lý do thứ hai mà dường như có khả năng cân bằng là mọi người trong những năm 1990s thì phản ứng với sự kiện rằng thị trường chứng khoán có sự dịch chuyển ngược lại so với lạm phát, hơn là di chuyển cùng với nó,

Kết thúc cuộc chiến tranh lạnh và căng thẳng giữa các quốc gia giảm xuống được trình bày như là một điểm gãy cho nền kinh tế. Đột nhiên, con người, hàng hoá và tiền tệ có thể di chuyển tự do trong một thế giới mà không còn bị thống trị bởi những hiệp ước của quân đội. Nền kinh tế mở khiến các doanh nghiệp đối mặt với sự cạnh tranh với các quốc gia khác trên thế giới, sự cạnh tranh gây ra sức ép cho cả giám đốc tư nhân và quốc dân phải xem xét lại cách tổ chức doanh nghiệp và cấu trúc của lực lượng lao động của họ là tốt nhất hay không. Như là một niềm tin chắc chắn vào cuối những năm 1990s rằng những công ty IT đã đưa nền kinh tế vào một kỷ nguyên mới của năng suất cao. Điều này cho phép ngân hàng trung ương

giảm tỉ lệ lãi suất và để cho nền kinh tế phát triển đến mức cao nhất mà không có rủi ro của lạm phát cao hơn. Với năng suất cao mong đợi, lương thì được phép để tăng, hay ngược lại, sản lượng tương tự có thể đạt được với ít giờ lao động hơn. Kết quả là nhiều người hơn có khả năng sử dụng nhiều dịch vụ hơn và nhiều người hơn được cung cấp dịch vụ như yêu cầu.

Nền kinh tế mới được trích như là một yếu tố quan trọng trong sự giải thích sự tăng giá nhanh của chứng khoán. Khái niệm của nền kinh tế mới ngụ ý rằng những cơ hội phát triển không cân xứng mà không thể được đánh giá với sự giúp đỡ của những phương pháp định giá truyền thống. Giá tăng đáng kể thì phản ánh cơ hội phát triển không xác định và năng suất tăng tạo ra bởi những tiến bộ trong công nghệ mới. Sự tự tin trong thời đại kinh tế mới thì hoạt động như là nền tảng hợp lý cho nhiều nhà đầu tư để tiếp tục đầu tư vào thị trường chứng khoán mặc dù việc định giá cao rõ ràng của một vài chứng khoán nếu được định giá bởi hơn những phương pháp phân tích cơ bản.

e) Quan tâm của công chúng đối với thị trường

Mức độ của quan tâm của công chúng và sự quan tâm đối với những thay đổi của thị trường đáng kể qua thời gian, chỉ như là mối quan tâm của công chúng nhảy từ một chủ đề có giá trị tới một chủ đề khác. Quan tâm trong thị trường chứng khoán chỉ tức thời, phụ thuộc vào chất lượng của câu chuyện của những sự kiện được kết tủa lại, như được thấy bởi những con số trong bảng, sự quan tâm của những con số trong bảng và sự quan tâm liên quan đến thị trường đã tăng trong suốt cả những năm 1990s khi giá trị của thị trường chứng khoán tăng.

Meir Statman và Steven Thorley đã chỉ ra với sự giúp đỡ của những phân tích thống kê mà tỷ lệ lợi nhuận cao trong thị trường chứng khoán tiếp tục làm tăng khối lượng giao dịch cho nhiều tháng sau đó, và trong khi đó sự giao động cao của giá thị trường cũng làm tăng khối lượng giao dịch, kết quả của sự dao động trong khối lượng giao dịch thì nhất thời. Meir Statman và Steven Thorley đã đưa ra kết luận rằng những kết quả nhất quán của lợi nhuận là bởi vì ảnh hưởng của lợi nhuận cao trên sự tự tin của nhà đầu tư. Mặc dù thị trường tăng sẽ “nâng tất cả các tàu”, có

một xu hướng cho những nhà đầu tư để xem xét sự thành công của đầu tư như là sự kết nối của khả năng, và làm tăng sự quan tâm của họ trên những chứng khoán được giao dịch.

Khi người ta thành công trong bất kỳ lĩnh vực nào họ tất nhiên sẽ có động lực mới và phát triển kỹ năng trong sự hy vọng đạt được thành công lớn hơn. Đạt được khả năng và mối quan tâm họ có lẽ quan tâm nhiều hơn tới thị trường cho một giai đoạn dài hơn để thấy kỹ năng đầu tư của họ thông qua lợi nhuận.

Hãy xem xét ví dụ sau:

Bạn đi tới một song bài và đặt $\frac{1}{4}$ vào trong rãnh máy. Bạn thắng 100\$. Hành vi cờ bạc này của bạn bị ảnh hưởng như thế nào? Mọi người thường sẵn sàng hơn để chơi trong tình huống này bởi vì nó là một tài sản hiện thời và dễ dàng đạt được.

Bạn chỉ sắp đi vào một song bài, thì bạn thấy một tờ báo. Bạn sở hữu 100 cổ phiếu và thấy rằng nó tăng 1.00\$ vào ngày hôm đó. Hành vi cờ bạc của bạn bị ảnh hưởng như thế nào? Hành vi cờ bạc của hầu hết mọi người thì không bị ảnh hưởng bởi những tin tức như vậy.

Trong trường hợp đầu tiên, người ta cảm thấy như thể là họ đang chơi với tiền của nhà. Trong trường hợp hai, có vẻ như là tiền của chính bản thân họ. Trạng thái cảm xúc của nhà đầu tư khi họ quyết định việc đầu tư của họ thì không còn nghi ngờ gì nữa vì nó là một trong những yếu tố quan trọng gây ra sự bùng nổ của thị trường. Mặc dù trạng thái cảm xúc của họ có lẽ chỉ là một phần kết quả của những yếu tố như là tình cảm vật chất và chủ nghĩa cá nhân, nó thì cũng được thổi phồng bởi sự tác động tâm lý của khuynh hướng tăng mạnh được quan sát trong thị trường.

3. Những yếu tố tâm lý

a) Mong đợi và cảm xúc

Những nhà kinh tế thường lấy con người ra làm mẫu cho việc tính toán, những cá nhân với lý trí đầy đủ, người mà tăng nhu cầu và lợi ích của họ dựa vào giá cả tương lai mong đợi và những thay đổi. Sự thật là, những quyết định thật sự của nhà đầu tư về việc bao nhiêu để phân bổ vào tổng giá trị thị trường, và vào những loại tài sản khác như là trái phiếu, bất động sản, hay những loại khác, những xu hướng

không dựa vào việc tính toán cẩn thận. Những nhà đầu tư thường làm những hành động trái ngược, chẳng hạn họ không kết nối những dự đoán cho lợi nhuận của những loại tài sản khác nhau, cũng không đo lường những tài sản này đối với rủi ro (Shiller 2000). Một nhà đầu tư dễ dàng kết luận rằng nó không thành vấn đề về việc anh ta đặt tài sản ở đâu. Hầu hết những nhà đầu tư không hiểu cũng không quan tâm đến mô hình kinh tế phức tạp mà những nhà kinh tế sử dụng để dự đoán. Và tuy nhiên những nhà đầu tư phải làm một vài quyết định như là: Những yếu tố nào có lẽ bước vào trong trí óc của họ khi đưa ra quyết định về bao nhiêu sẽ phân bổ vào trong thị trường chứng khoán? Cảm giác về thị trường chứng khoán như là “chỉ là một trò chơi trong thị trấn”, trong một cảm giác xúc cảm, có lẽ đóng một vai trò quan trọng tại điểm này trong việc đưa ra quyết định.

Sử dụng những khái niệm chung, một người có thể biết rằng thị trường chứng khoán có thể lặp lại tình trạng của những năm gần đây. Khả năng đó dường như quá đúng. Nhưng vấn đề đặt ra là những nhà đầu tư cá nhân cảm thấy như thế nào khi anh ta đưa những lựa chọn của anh ta vào những quỹ đầu tư trong chương trình về hưu của anh ta? Cách mà người này cảm thấy phụ thuộc vào kinh nghiệm của anh ta trong đầu tư như thế nào? Nếu một người ra khỏi thị trường mà không tham gia kiếm tiền như những nhà đầu tư khác, anh ta có lẽ sẽ cảm thấy hối tiếc. Cảm giác hối tiếc được tìm thấy bởi những nhà tâm lý là một trong những động lực mạnh nhất để tạo ra một sự thay đổi nào đó. (Loomes and Sugden, 1982). Ganh tị là một đặc tính thống trị khác, để thấy người khác trên thị trường chứng khoán kiếm nhiều hơn bản thân mình là một kinh nghiệm đau thương, đặc biệt từ khi nó loại bỏ lòng tự trọng của anh ta. Trong trường hợp người khác thông minh hơn, anh ta cảm thấy mình như một thằng khờ, và thậm chí họ không thông minh mà chỉ may mắn anh ta cũng cảm thấy không tốt hơn. Một cảm giác chung trong tình huống này là nếu một người tham gia chỉ trong một năm trong thị trường chứng khoán đang tăng mọi thứ sẽ tốt hơn và làm nhẹ nỗi đau. Một người cũng có thể nghĩ rằng việc mất tiềm tàng sẽ loại bỏ hơn lòng tự trọng của một người hơn là từ chối không tham gia vào thị trường. Một người cũng nhận ra rằng chấp nhận rủi ro để bước vào thị trường chỉ

như là một đợt dốc xuống. Nhưng chi phí tâm lý của việc mất tiềm tàng trong tương lai có lẽ không lớn hơn cái cảm giác hối tiếc của việc bước ra khỏi thị trường trong quá khứ. Nếu một người tham gia vào thị trường hôm nay chỉ trong chốc lát và cân nhắc có nên bước ra hay không, anh ta đang có một khung cảm xúc trong trí óc khác nhau cơ bản của con người. Loại người này cảm thấy thoải mái và có lẽ tự hào trong thành công trong quá khứ, và anh ta sẽ chắc chắn cảm thấy giàu có hơn. Một người cảm thấy như là người đánh bạc sau khi họ chạm tới khung thời gian lớn. Chẳng hạn như một người đánh bạc với tiền trong nhà và vì thế không có gì để mất bằng cách đánh cược lần nữa (Johnson and thaler, 1990). Khái niệm của đánh bạc với tiền của nhà là một lý thuyết về sự yêu thích rủi ro của con người và liên quan đến tính toán trí óc được mô tả trong phần trước, những nhà đầu tư nói chung sẽ trở nên không yêu thích rủi ro trong trường hợp của những mất mát trước và việc không yêu thích rủi ro giảm trong trường hợp đạt được lợi nhuận lần trước. Lý thuyết cũng liên quan đến sự thay đổi thời gian; một tài sản mà càng được tích lũy gần đây, tài sản đó càng gắn với rủi ro nhiều hơn. Điều này bởi vì những nguồn mới chưa được đồng hoá.

Trong những phần sau, vài yếu tố tâm lý xác định bong bóng đầu cơ, như là kinh nghiệm cá nhân và sự cần thiết để kiểm soát sẽ được mô tả.

b) Kinh nghiệm cá nhân

Giao dịch đầu tiên thì được làm với một cảm giác mập mờ giữa sai và đúng. Những nhà giao dịch cá nhân có lẽ đang được tư vấn bởi vài người bạn hay một nhà môi giới cá nhân trước khi thực hiện giao dịch đầu tiên. Nhà đầu tư chuyên nghiệp có lẽ nghiên cứu những phần tài chính của tờ báo trước khi đến văn phòng vào buổi sáng. Thảo luận với một vài người bạn và đồng nghiệp hoàn thành bức tranh mà sẽ giúp anh ta hình thành ý kiến cho việc giao dịch đầu tiên của ngày hôm đó. Hoàn thành nghiệp vụ đầu tiên có nghĩa là ý kiến về một phần của nhà đầu tư sẽ trở nên đáng tin cậy và đưa anh ta giải pháp cho tính hiệu lực của lý thuyết của anh ta. Hy vọng sớm chuyển thành niềm vui nếu như giá dịch chuyển như mong đợi. Điều này

có lẽ chuyển thành sự hồ hởi, phụ thuộc vào tính khí của nhà đầu tư. Vị trí mở thì rõ ràng và lợi nhuận thì hy vọng tạo ra.

Thành công sản sinh niềm tin. Những nhà đầu tư thường trải qua ít thời gian và nỗ lực trong việc tập hợp thông tin suốt giai đoạn lần thứ hai, bởi vì anh ta cơ bản biết những gì anh ta muốn (Goldber, von Nitsch, 2001). Việc trao đổi thông tin với những người bạn và đồng nghiệp chỉ giúp để xác định những ý kiến cá nhân liên quan đến việc di chuyển của giá, nó không giống như cuộc thảo luận quan trọng như với các chuyên gia. Trái lại, những người khác tìm đến anh ta xin lời khuyên, và vì thế sẽ thông thường không phủ nhận ý kiến của anh ta. Giao dịch lần hai cũng thành công, và nhà đầu tư thật sự vui mừng. Anh ta được thuyết phục rằng anh ta đang ở trong tình trạng tốt. Tự nhiên hơn, thế giới của anh ta di chuyển xung quanh; bạn bè đồng nghiệp cần và phải là những người chiến thắng sau đó, và ý kiến của anh ta thì thật sự cần thiết. Không may, mục tiêu và sự diễn giải thì không còn được đòi hỏi, và nhà đầu tư hành động theo cảm giác độc lập. Nó dường như thể nhà đầu tư bị hư hỏng bởi sự thành công, bây giờ có một nhu cầu ép buộc là lặp lại cảm giác hạnh phúc và nhận ra nó càng thường xuyên càng tốt. Sự tự tin tăng dẫn anh ta tới tăng kích thước đầu tư, xứng với lợi nhuận lớn hơn, mà anh ta hy vọng nhận ra càng nhanh càng tốt. Trạng thái cảm xúc thành công của niềm vui, hy vọng và sự thèm muốn và trạng thái phờ phơ mà có thể được thấy ở nhiều nhà đầu tư thành công, Bóp méo sự hiểu biết của họ về tính hiện thực của mức độ lớn hơn hay nhỏ hơn, phụ thuộc vào mật độ dày đặc. Thông tin trong hình thức phơi bày thì được đón nhận nhiều hơn trong hình thức thái quá, trong khi đó sự thay đổi mà có lẽ làm tổn hại thì khó được chú ý.

c) Sự cần thiết của việc kiểm soát.

Sự cần thiết để kiểm soát thì đặc biệt rõ ràng trong thị trường tài chính, nơi người thắng và người thua xuất hiện mỗi ngày. Cái mảnh khoé của phần đông người tham gia thị trường chỉ là một bước phía trước, sử dụng sự chuyển động của thị trường thông qua những chiến lược kỹ thuật, phân tích thành công và trở thành một trong những người thắng cuộc.

Khái niệm “nơi điều khiển” chỉ ra mức độ mà mọi người đặt sự kiểm soát của họ (điều khiển bên trong) hay nhận biết rằng số phận bị điều khiển bởi người khác hay lực lượng bí ẩn nào đó (điều khiển bên ngoài). Theo lý thuyết này, người thành công nói riêng có một nơi điều khiển bên trong. Trong khi người thua cuộc luôn nghĩ rằng họ không thể làm gì để cải thiện tình trạng của họ. Đối với họ, xui xẻo do người khác gây ra; cuộc sống luôn chống lại họ và đối xử với họ thật xấu (Goldberg, von Nitsch, 2001).

- Những hình thức của tự kiểm soát

Có nhiều loại điều khiển. Một là đưa sự kiểm soát thông qua sự ảnh hưởng. Chúng ta giả định rằng những nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán nói chung không có bất kỳ cơ hội nào ảnh hưởng giá cả và vì thế không thể đưa vào bất cứ sự điều chỉnh nào. Thật ra, chỉ có một vài cá nhân và tổ chức điều chỉnh thị trường thông qua việc giao dịch khối lượng lớn. Thậm chí những bậc thầy có thể ảnh hưởng thị trường bằng ý kiến của họ cũng chỉ trong một thời gian ngắn (Goldberg, von Nitsch, 2001). Điều này chỉ có thể trong thị trường nhỏ, được xác định thường xuyên và lớn bởi những lời đề nghị của những bậc thầy chứng khoán, mặc dù giá thì luôn luôn được điều chỉnh nhanh chóng. Thậm chí sự bơm vốn lớn thì cũng thường xuyên không đủ để lèo lái thị trường theo hướng mong đợi. Nhiều ngân hàng trung ương ở nhiều quốc gia đã tìm thấy điều này trong chi phí của họ khi những can thiệp mạnh cũng không thể ngăn cản sự giảm giá của tiền tệ. Trường hợp của Nick Leeson là một ví dụ điển hình, khi mà Nick lesson khám phá ra điều này cho chính bản thân anh ta khi có sự sụp đổ của ngân hàng uy tín Barings Bank vào năm 1995. Nói chung phần lớn những người tham gia thị trường nhận ra rằng họ không thể ảnh hưởng giá cả. Kết quả là, họ luôn quan niệm rằng họ không điều khiển thị trường trong bất kỳ hình thức nào.

Một cách khác để đặt sự kiểm soát là thông qua sự phán đoán. Cá nhân có thể lấy những thứ đưa vào tính toán và sắp xếp hành động của họ trong cái cách mà mỗi sự kiện trở thành những cái càng được yêu thích càng tốt nếu những sự kiện này có thể được dự đoán tới một mức độ nào đó (Thompson, 1981). Một ví dụ là một giám

độc của một công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán người mà nhận ra doanh thu và lợi nhuận của của công ty được tạo ra. Giám đốc này có thể dự đoán giá chứng khoán tăng hay giảm trong tương lai một cách chính xác, dựa vào thông tin bên trong, và anh ta bước vào nghiệp vụ dựa trên những thông tin này, chẳng hạn anh ta có thể kiểm soát toàn bộ thông qua vốn của anh ta. Ngoài những trường hợp đặc biệt như thế này, mà đem lại kết quả như mong muốn, hầu hết những nhà đầu tư không thể dự đoán giá tương lai. Nó thậm chí càng ngạc nhiên hơn khi chỉ vài nhà đầu tư có thể dự đoán mức độ mà giá có thể được dự đoán. Một đám đông những nhà kinh tế và nhà phân tích kỹ thuật được thuyết phục rằng họ kiểm soát thị trường dựa vào cái cơ bản là phán đoán của chính bản thân họ; những phán đoán biện minh cho cảm giác có thể điều khiển thị trường và họ tin rằng họ càng phân tích hợp lý thì họ càng có thể đi đến cái chính xác. Hiện tượng này được gọi là “ảo tưởng kiểm soát” và thường được thấy trên thị trường chứng khoán.

Những người ra quyết định trong biến thể thứ ba của sự điều khiển thì chỉ nhận ra những yếu tố mà chi phối một sự kiên đặc biệt, mà không có bất cứ sự ảnh hưởng nào đối với sự xuất hiện hay kết quả của nó. Khái niệm này vẫn làm cho anh ta có thể đánh giá tình huống của chính anh ta và vì thế làm nhẹ đi cảm giác của sự vô dụng. Anh ta thậm chí nhận được kết quả tốt nhất ngoài tình trạng của anh ta cho những mục đích riêng. Ngăn ngừa rủi ro của một ai đó, ví dụ, chỉ gây ra cảm giác rằng nguyên nhân của rủi ro có được biết hay không. Sự biến thể của tự điều chỉnh này áp dụng cho một mảng rộng của quá trình ra quyết định mà khác nhau trong mỗi mức độ điều khiển mà nó trải qua. Người ra quyết định xem xét tình huống có thể điều khiển ít hơn hay nhiều hơn khi anh ta cảm thấy rằng khi ta cảm thấy rằng anh ta được thông báo đầy đủ và rành rọt, để anh ta có đủ tự tin tính toán một sự kiện đang xảy ra. Một ví dụ là việc tung một đồng xu, nơi mặt ngửa (một khả năng của 50%) có nghĩa là đạt được 110 USD và mặt úp (50% khả năng) có kết quả trong việc mất 100 usd. Mọi thứ cho quyết định được biết, vì thế rủi ro có thể được tính toán chính xác và được điều chỉnh. Những tình huống mà được xác định bởi thông tin đầy đủ và có khả năng xảy ra đáng tin cậy và được chỉ định rõ ràng thì không là

đặc tính của thị trường chứng khoán. Người hành xử trên thị trường thì luôn luôn nhận thức rằng anh ta chỉ có một phần thông tin liên quan đến việc đầu tư của anh ta, và anh ta chỉ có thể dự đoán khả năng một cách mơ hồ. Những nhà đầu tư có thể bước vào tình huống mà hết sức mơ hồ, đặc biệt là khi họ bước vào những thị trường mà đối với họ là mới.

Biến thể thứ tư và yếu nhất của sự kiểm soát xuất hiện khi một sự kiện được giải thích trở về trước, nghĩa là sau khi nó xuất hiện. Mục đích chính là đi đến một tình huống tương tự trong tương lai; dựa vào việc giải thích những sự kiện mà đã được xảy ra (Thompson, 1981). Giải thích một sự kiện chủ yếu là để phân tích nguyên nhân của nó, và kiểm soát nguyên nhân để một người có thể kiểm soát tình huống tương tự xảy ra trong tương lai. Biến thể thứ tư này đóng một vai trò trong thị trường tài chính tới mức mà biết được nguyên nhân và kết quả trên thị trường mà có thể cực kỳ hữu ích cho những đầu tư tiếp theo. Ví dụ, một người vừa mất nhiều tiền trong vụ sụp đổ của thị trường chứng khoán thì sẽ làm hết sức có thể để rủi ro trong tương lai được biết trước và tránh được mất mát. Nhà đầu tư bắt đầu tìm kiếm những lời giải thích cho vụ sụp đổ. Rủi ro là nhà đầu tư có thể đi đến kết luận quá sớm mà thật sự không cần thiết đúng để đáp ứng sự cấp bách cho việc kiểm soát. Anh ta, chẳng hạn, sớm nhận ra rằng, sự sụp đổ này xuất hiện vào tháng 10, giống như nhiều vụ sụp đổ trước. anh ta sẽ quyết định rằng năm tới anh ta sẽ bán chứng khoán vào tháng 9 để tránh một vụ thảm họa lần nữa. Lời đồn của tháng 10 như là “tháng sụp đổ” vì thế được tạo ra. Những nhà đầu tư có thể có quan sát tốt khi nhìn thấy sự thật rằng những vụ sụp đổ tháng 10 bởi vì những lý do hoàn toàn khác nhau, mà xuất hiện trùng hợp vào tháng 10.

Biến thể thứ năm và yếu nhất là sự kiểm soát liên quan khả năng giảm đi kết quả xấu trong hành vi của một người nào đó. Loại kiểm soát này được sử dụng bởi những cá nhân người nhanh chóng quên đi một sự việc đau thương hay người có thể lèo lái suy nghĩ của họ theo hướng tích cực (Thompson, 1981). Tại cùng thời gian, họ thành công trong việc trình bày rằng nên bước qua số phận như một làn gió và để đi đến những mức độ cao hơn “ bây giờ tôi biết tại sao điều đó xảy ra và tôi biết sẽ

phải làm gì trong thời gian sắp tới”. Những mất mát thường được xem nhẹ như là cái giá họ phải trả cho việc đạt được kinh nghiệm. Mọi người thường nói với chính họ rằng họ có thể trả nhiều hơn nữa để đạt thêm những kiến thức và kinh nghiệm, vì thế họ vẫn còn là những người đang học nghề. Đặc điểm của loại kiểm soát này cuối cùng dẫn tới sự thoả mãn lớn hơn thông qua một sự thay đổi trong việc nhận thức của, thậm chí một một thái độ hay một tình huống. Không may, không có sự thay đổi trong những trường hợp thực tế.

- Kết quả của sự cần thiết của việc kiểm soát.

Chiến lược để làm đơn giản sự trở ngại của một vài thông tin nào đó để tránh sự không hoà hợp về nhận thức được gọi là “nhận thức có chọn lọc”. Tương tự vậy, sự ảo tưởng về kiểm soát thì được nói là để giúp giảm đi khả năng hạn chế của việc kiểm soát; vì thế nó thoả mãn nhu cầu kiểm soát. Con người thường tưởng tượng rằng họ thì thành thạo về một tình huống nào đó-trong thực tế họ luôn luôn không kiểm soát tình huống bằng bất cứ phương tiện nào (Goldberg, von Nitsch, 2001). Ra quyết định có chọn cách mà sự không hoà hợp thì được giảm. Chi phí chìm là một ví dụ, theo đó người ta cố gắng đưa những dự án tạo ra lỗ gắn với sự không hòa hợp vào vùng lợi nhuận bằng cách của những quyết định không hợp lý. Cản trở của nhu cầu của việc kiểm soát bao gồm thuật ngữ của mất khả năng kiểm soát, mà tương tự đưa ra những kiểu ra quyết định không lý trí, ví dụ như sự phản ứng đầy hốt hoảng.

Sự ảo tưởng kiểm soát có thể được gắn với những lĩnh vực khác hơn là mong ước để thoả mãn nhu cầu của kiểm soát. Hầu hết mọi người giả định rằng họ càng có khả năng kiểm soát, họ càng sớm có thể ảnh hưởng những vấn đề theo hướng tích cực của chính họ. Mô hình này thì dễ dàng bị đảo ngược lại như là một phần của sự nguy hiểm của khả năng có điều kiện. Một khi một người nào đó thành công một vài lần trong một chuỗi liên tiếp, anh ta sẽ bị thuyết phục rằng mọi thứ anh ta có thể kiểm soát được. Hiện tượng của ảo tưởng kiểm soát cũng có thể bắt nguồn từ lý thuyết quyền hạn (attribution), một phần quan trọng của lý thuyết này là sự tự mãn liên quan đến sự kết luận “Self esteem”, nếu một người thành công, họ sẽ cho rằng điều này là do khả năng của bản thân; nếu một cái giá đó sai hay trong những

tình cảnh ngược lại thì sẽ bị đổ lỗi. Những người tham gia thị trường thành công trong thị trường tài chính sẽ lấy tất cả sự tín nhiệm. Họ sẽ có một sự ảo tưởng lớn về sự kiểm soát sau khi hàng loạt thành công liên tiếp; họ dường như thành công trong mọi thứ. Nếu họ không thành công, thì họ nhắc nhở bản thân họ rằng những người thành công trên thị trường chúng khoán luôn luôn phụ thuộc vào sự may mắn. Và thời gian đó là do họ không may mắn. Self esteem cũng gây ra sự ảo tưởng về khả năng kiểm soát.

Thuật ngữ “sự bất cẩn learned carelessness” gắn liền với sự ảo tưởng kiểm soát. Với hiện tượng này, nhà đầu tư có hàng loạt thành công và không còn biết cái gì là cảm giác bị mất mát. Ví dụ, Nick Leeson, thì thành công trong một giai đoạn dài đến nỗi ông ta được gọi là “người đàn ông tạo ra vàng” bởi những đồng nghiệp ở Singapore. Anh ta dường như có khả năng tạo ra lợi nhuận lớn cho ngân hàng Barings với nỗ lực chưa từng thấy. Kết quả của hành động bất cẩn của ông ta và phát triển thành ngu dốt và tính hoang tưởng tự đại được biết đến. Tầm quan trọng của một sự kiện cho việc đánh giá một tình huống giảm bởi vì sự có sẵn của những sự kiện này giảm. Việc mất mát càng xảy ra lâu, hay nhưng mất mát không không đáng kể hay không rõ ràng được ghi nhận trong trí nhớ, rủi ro càng ít đóng một vai trò trong việc đánh giá những tác động và vì thế những giao dịch càng trở nên đầy rủi ro. Sự bất cẩn được học vì thế dẫn tới kết quả tương tự như sự ảo tưởng kiểm soát.

4. Các trường phái tâm lý và ứng dụng trong tài chính hành vi

Trên đây chỉ là một số hiệu ứng tâm lý đã được đề cập và đưa vào một số mô hình tài chính hành vi. Còn nhiều hiệu ứng tâm lý khác nhau có thể tác động đến các quyết định lệch lạc của nhà đầu tư, có thể được tổng hợp trong bảng 1.

Bảng : Các trường phái tâm lý và ứng dụng trong tài chính hành vi

Trường phái chính	Các hiệu ứng chính	Ứng dụng trong tài chính
<p>Tâm lý hành vi</p> <p>Do John B. Watson sáng lập năm 1913, nghiên cứu các điều kiện khiến con người sẽ hành động theo một cách nào đó</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Tin vào điều thật ra không tồn tại (magical thinking) - Ưu thích sự chắc chắn (certainty effect) - Lý thuyết triển vọng (prospect theory) 	<p>Hiệu ứng ưa thích sự chắc chắn và lý thuyết triển vọng liên quan đến các vấn đề không ưa thích rủi ro và thích mạo hiểm khi bị lỗ hơn khi đang lời trong tài chính</p>
<p>Tâm lý nhận thức</p> <p>Do Uric Neiser sáng lập năm 1967, nghiên cứu về cách mà suy nghĩ của con người điều khiển hành vi của họ</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Hội chứng tự tôn (touchy feely syndrome), lý thuyết nuối tiếc (regret theory) - Mâu thuẫn về nhận thức (cognitive dissonance) - Định nghĩa hẹp, tính toán bất hợp lý - Bù đắp chi phí đã bỏ ra - Quá tự tin - Lệch lạc trong nhận thức về quá khứ (hindsight bias) khẳng định quá mức (confirmatory bias) 	<p>Đây là trường phái đóng góp lớn cho tài chính, ngoài những hiệu ứng đã đề cập ở trên, hiệu ứng mâu thuẫn về nhận thức, bù đắp chi phí bỏ ra, lý thuyết tiếc nuối giúp giải thích vì sao chúng ta thường nắm giữ mãi các khoản lỗ và cứ lỗ liên tục.</p> <p>Hội chứng tự tôn giải thích chúng ta có xu hướng tự đánh giá cao cổ phiếu mà mình chọn đầu tư.</p> <p>Hiệu ứng lệch lạc trong nhận thức về quá khứ hay khẳng định quá mức cũng giống như hội chứng quá tự tin, làm chúng ta nhận xét rằng mình có khả năng dự đoán thị trường tốt</p>

<p>Lý thuyết cấu trúc hình thức (Gestalt theory)</p> <p>Do Max Werrtheimer sáng tạo từ 1912, nghiên cứu cách chúng ta suy diễn từ những dữ liệu chúng ta nhận được</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Hiệu ứng thuyết phục (persuasion effect) - Hiệu ứng tự thuyết phục (self-persuasion) - Lệch lạc do tình huống điển hình - Xu hướng tự bảo vệ (ego-defensive attitude) - Hiệu ứng ước đoán sai (false consensus effect) - Lý thuyết phản kháng (somatic market theory) 	<p>Đây là trường phái có tác động rất lớn đến các lý thuyết tài chính, đưa ra các luận điểm vì sao chúng ta có thể mắc sai lầm từ nhiều tình huống khác nhau, đặc biệt các lý thuyết phản kháng, lý thuyết ước đoán sai, và hiệu ứng tự thuyết phục, thuyết phục đưa ra nhiều giải thích khả dĩ cho các hiệu ứng bày đàn và nguyên nhân hiện tượng định giá sai kéo dài</p>
<p>Phân tâm học (Psycho-analysis)</p> <p>Do Sigmund Freud sáng lập đầu thế kỷ 20, nghiên cứu về các loại bệnh tâm thần</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Hội chứng hoang tưởng (paranoid personality disorder) - Quá chú ý đến bản thân (narcissistic personality disorder) - Hội chứng phiền muộn, bi quan (depressed personality disorder) 	<p>Chúng ta quá lo lắng về việc có thể bị lừa hay có thể sai lầm, hay chúng ta quá chú ý đến việc có thành công hay không, đều sẽ ảnh hưởng đến quyết định của chúng ta trong kinh doanh chứng khoán. Vì vậy, trường phái này cũng có đóng góp trong việc giải thích hành vi nhà đầu tư, từ những giải thích về rối loạn tính cách (personality disorder)</p>