



TÀI CHÍNH HÀNH VI

TÂM LÝ HỌC, ĐƯA RA QUYẾT ĐỊNH, VÀ THỊ TRƯỜNG

BEHAVIORAL FINANCE

Psychology, Decision-Making, and Markets

LUCY F. ACKERT - RICHARD DEAVES

LÊ ĐẠT CHÍ - TRẦN THỊ HẢI LÝ - HOÀNG THỊ PHƯƠNG THẢO

PHẠM DƯƠNG PHƯƠNG THẢO - *bìa* *dịch*



NHÀ XUẤT BẢN HỒNG ĐỨC

TÀI CHÍNH HÀNH VI

TÂM LÝ HỌC, DỰA RA QUYẾT ĐỊNH, VÀ THỊ TRƯỜNG

BEHAVIORAL FINANCE
Psychology, Decision-Making, and Markets

Lucy F. Ackert

*Michael J. Coles College of Business
Kennesaw State University*

Richard Deaves

*DeGroote School of Business
McMaster University*

Biên dịch

**Lê Đạt Chí
Trần Thị Hải Lý
Hoàng Thị Phương Thảo
Phạm Dương Phương Thảo**

NHÀ XUẤT BẢN HỒNG ĐỨC



Australia • Brazil • Mexico • Singapore • United Kingdom • United States

**Tài chính hành vi
Tâm lý học, đưa ra quyết định và thị trường**

**Behavioral Finance: Psychology,
Decision-Making, And Markets**

Lucy F. Ackert and Richard Deaves

Giám đốc vùng:
Janet Lim

Giám đốc sản xuất:
Charles Ho

Giám đốc sản xuất và bản quyền vùng:
Pauline Lim

Chuyên viên cao cấp về sản xuất:
Rachael Tan

Dịch thuật:
Khoa Tài Chính
Trường Đại học Kinh tế TPHCM

Biên dịch:
Lê Đạt Chí
Trần Thị Hải Lý
Hoàng Thị Phương Thảo
Phạm Dương Phương Thảo

Thiết kế bìa:
Nguyễn Thế Hoàng

Kỹ thuật:
Nguyễn Thế Hoàng

Ảnh bìa:
iStockphoto/Thinkstock

© 2018 Cengage Learning Vietnam Company Limited

QUY ĐỊNH VỀ BẢN QUYỀN. Không được sao chép, truyền tải, lưu trữ, hoặc sử dụng bất kỳ phần nào của cuốn sách này, cũi như không được sử dụng dưới bất kỳ hình thức hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào như đồ họa, điện tử, hoặc cơ khí, kể cả photocopy, ghi âm, quét, số hóa, thu hình, đưa lên web, mạn lướt thông tin, hoặc hệ thống truy cập và lưu trữ thông tin, trừ khi được cho phép theo Điều 107 và 108 của Luật Bản quyền Hoa Kỳ năm 1976, mà không có sự cho phép trước bằng văn của nhà xuất bản

Để xin phép sử dụng tài liệu trong quyển sách này, vui lòng gửi đề nghị cho chúng tôi tại **Cengage Learning Vietnam Customer Support, 848-39257-880**

Các câu hỏi liên quan đến nội dung quyển sách này xin gửi www.cengageasia.com/permissions

Các câu hỏi liên quan đến bản quyền xin gửi email đến asia.permissionrequest@cengage.com

Nhà Xuất bản Hồng Đức
ISBN: 978-604-89-3005-9

Công ty TNHH Cengage Learning Việt Nam
Tòa nhà Zen Plaza, 54-56 Nguyễn Trãi, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
Điện thoại: (028) 3925 7877 - Email: asia.info@vietnam@cengage.com

Cengage Learning là nhà cung cấp hàng đầu các giải pháp dạy học với văn phòng tại khắp nơi trên thế giới, bao gồm Singapore, the United Kingdom, Australia, Mexico, Brazil, và Japan. Bạn có thể tìm văn phòng phụ trách khu vực của bạn tại: cengage.com/global

Những ấn phẩm của Cengage Learning được công ty Nelson Education giới thiệu tại Canada.

Thông tin về quyền sách này: cengageasia.com

Gửi đến Bryan, Moira, William, và Rory
- Lucy Ackert

Gửi đến Karen và André
- Richard Deaves

MỤC LỤC

LỜI NÓI ĐẦU ix

ĐÔI NÉT VỀ TÁC GIẢ xi

GIỚI THIỆU xiii

**PHẦN I TÀI CHÍNH CHÍNH THÔNG, LÝ THUYẾT
TRIỂN VỌNG, VÀ THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ 1**

CHƯƠNG 1 Nền tảng tài chính I: Lý thuyết hữu dụng kỳ vọng 3

Giới thiệu 3

Kinh tế học tân cổ điển 4

Lý thuyết hữu dụng kỳ vọng 7

Thái độ đối với rủi ro 10

Nghịch lý Allais 14

Mẫu hình 17

Giới thiệu những chương sau 17

Các điểm chính 18

Câu hỏi thảo luận 18

Phụ lục: Những điều kiện đòi hỏi đối với hàm trọng số của lý thuyết triển vọng 20

CHƯƠNG 2 Nền tảng tài chính II: Định giá tài sản, Thị trường hiệu quả và các mối quan hệ đại diện 25

Giới thiệu 25

Định giá rủi ro 26

Thị trường hiệu quả 38

Lý thuyết đại diện 42

Từ hợp lý đến tâm lý 45

Các điểm chính	46
Câu hỏi thảo luận	47
Chú thích	48
CHƯƠNG 3 Lý thuyết triển vọng, mẫu hình và tính toán bất hợp lý	53
Giới thiệu	53
Lý thuyết triển vọng	54
Mẫu hình	66
Tính toán bất hợp lý	69
Từ lý thuyết đến thực tiễn	73
Các điểm chính	74
Câu hỏi thảo luận	74
Phụ lục: Lý thuyết triển vọng, mẫu hình và tính toán bất hợp lý	76
CHƯƠNG 4 Những thách thức đối với thị trường hiệu quả	83
Giới thiệu	83
Một số bất thường chính	84
Giao dịch nhiễu và các giới hạn kinh doanh chênh lệch giá	93
Giới thiệu những chương sau	104
Các điểm chính	105
Câu hỏi thảo luận	105
Phụ lục: Chứng minh mô hình Shiller	106

PHẦN II NỀN TẢNG KHOA HỌC HÀNH VI 113

CHƯƠNG 5 TỰ NGHIỆM VÀ LỆCH LẠC 115

Giới thiệu	115
Nhận thức, trí nhớ và tự nghiệm	116
Sự quen thuộc và các tự nghiệm có liên quan	121
Tình huống điển hình và các lệch lạc liên quan	126
Neo quyết định	136
Sự bất hợp lý và thích nghi	138
Giới thiệu các chương tiếp theo	140
Các điểm chính	141
Câu hỏi thảo luận	142
Chú thích	143

CHƯƠNG 6 SỰ TỰ TIN QUÁ MỨC 149

Giới thiệu	149
Sự ước lượng sai	150
Những khuynh hướng khác của sự quá tự tin	155
Những nhân tố ngăn cản sự điều chỉnh	160
Ứng dụng cho tài chính	162
Các điểm chính	163
Câu hỏi thảo luận	164
Chú thích	165

CHƯƠNG 7 NỀN TẢNG CỦA CẢM XÚC 169

Giới thiệu	169
Bản chất của cảm xúc	170
Tiểu sử của thuyết cảm xúc	173
Thuyết tiến hóa	176

Bộ não	178
Cảm xúc và lý trí	180
Trí óc, cơ thể và cảm xúc của chúng ta	183
Giới thiệu các chương sau	184
Các điểm chính	186
Câu hỏi thảo luận	187
Chú thích	187

PHẦN III HÀNH VI NHÀ ĐẦU TƯ 191

**CHƯƠNG 8 TÁC ĐỘNG CỦA TỰ NGHIỆM VÀ CÁC LỆCH LẠC
ĐỐI VỚI VIỆC RA QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH 193**

Giới thiệu	193
Hành vi tài chính bắt nguồn từ sự quen thuộc	194
Các hành vi tài chính bắt nguồn từ tình huống điển hình	200
Neo vào các tín hiệu kinh tế có sẵn	205
Các điểm chính	208
Câu hỏi thảo luận	208
Chú thích	209

**CHƯƠNG 9 ẢNH HƯỞNG CỦA SỰ QUÁ TỰ TIN TRONG CÁC
QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH 213**

Giới thiệu	213
Sự quá tự tin và giao dịch quá mức	214
Nhân khẩu học và tính động của tâm lý quá tự tin	225
Đa dạng hóa thấp và chấp nhận rủi ro quá mức	228
Sự lạc quan thái quá và các nhà phân tích	229
Các điểm chính	230
Câu hỏi thảo luận	230
Chú thích	231

CHƯƠNG 10 NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CẢM XÚC 235

Giới thiệu	235
Có phải tâm trạng nhà đầu tư hình thành tâm trạng thị trường?	236
Sự kiêu hãnh và sự hối tiếc	238
Hiệu ứng ngược vị thế	239
Hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng	245
Ảnh hưởng	248
Các điểm chính	250
Câu hỏi thảo luận	251
Chú thích	251

PHẦN IV ẢNH HƯỞNG XÃ HỘI 255

CHƯƠNG 11 ẢNH HƯỞNG XÃ HỘI: VỊ KỶ HAY VỊ THA? 257

Giới thiệu	257
Homo economicus	258
Sự công bằng, có đi có lại và tin tưởng lẫn nhau	259
Những ảnh hưởng của xã hội	267
Hành vi làm theo đám đông	271
Hành vi xã hội và cảm xúc	274
Hành vi xã hội và sự tiến hóa	275
Các điểm chính	276
Câu hỏi thảo luận	276
Chú thích	277

CHƯƠNG 12 ẢNH HƯỞNG XÃ HỘI Ở NƠI LÀM VIỆC: SỰ SỤP ĐỔ CỦA MỘT CÔNG TY MỸ 281

Giới thiệu	281
Hội đồng quản trị của công ty	282
Những nhà phân tích	288
Enron	291
Các điểm chính	299
Câu hỏi thảo luận	299
Chú thích	300

PHẦN V KẾT QUẢ THỊ TRƯỜNG 305

CHƯƠNG 13 LÝ GIẢI VỀ HÀNH VI CHO NHỮNG HIỆN TƯỢNG BẤT THƯỜNG 307

Giới thiệu	307
Công bố thu nhập và giá trị so với tăng trưởng	308
Điều gì đúng đắn sau quán tính giá và sự đảo ngược?	311
Những giải thích hợp lý	322
Các điểm chính	326
Câu hỏi thảo luận	327
Chú thích	328

CHƯƠNG 14 CÁC YẾU TỐ HÀNH VI CÓ GIẢI THÍCH ĐƯỢC CHO CÁC CÂU ĐỐ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 333

Giới thiệu	333
Câu đố phần bù vốn cổ phần	334
Hiện tượng bong bóng trong thế giới thực	341

Thị trường bóng bóng trong thí nghiệm	347
Tài chính hành vi và việc định giá trên thị trường	351
Sự biến động quá mức	352
Thị trường năm 2008	356
Các điểm chính	360
Câu hỏi thảo luận	361
Chú thích	362

PHẦN VI TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP 367

CHƯƠNG 15 NHỮNG NHÀ QUẢN LÝ CÓ LÝ TRÍ VÀ NHỮNG NHÀ ĐẦU TƯ THIẾU LÝ TRÍ 369

Giới thiệu	369
Việc định giá sai và mục tiêu của các nhà quản lý	370
Ví dụ về các hoạt động quản lý tận dụng việc định giá sai	374
Nhà quản lý thiếu lý trí hay nhà đầu tư thiếu lý trí?	383
Các điểm chính	383
Câu hỏi thảo luận	384
Chú thích	385

CHƯƠNG 16 TÀI CHÍNH HÀNH VI TRONG QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP 389

Giới thiệu	389
Hoạch định ngân sách vốn: đơn giản hóa tiến trình, sự ngai rủi ro và ảnh hưởng	389
Tâm lý quá tự tin trong quản lý	392
Hoạt động đầu tư và tâm lý quá tự tin	393

Tâm lý quá tự tin trong quản lý có thể có mặt tích cực?	401
Các điểm chính	402
Câu hỏi thảo luận	402
Chú thích	403

PHẦN VII**NGHỈ HƯU, LƯƠNG HƯU, GIÁO DỤC,
GIẢM THIẾU LỆCH LẠC VÀ QUẢN LÝ
KHÁCH HÀNG 407****CHƯƠNG 17 TÌM HIỂU HÀNH VI TIẾT KIỆM HƯỞNG TRÍ VÀ CẢI
TIẾN HÌNH THỨC LƯƠNG HƯU DC 409**

Giới thiệu	409
Sự dịch chuyển toàn cầu về phía lương hưu DC và những hệ quả	410
Hoạt động tiết kiệm với tính trì hoãn và giới hạn trong khả năng tự kiểm soát	413
Khó khăn trong quyết định phân bổ tài sản	420
Những cải tiến trong thiết kế DC	426
Các điểm chính	434
Câu hỏi thảo luận	435
Chú thích	436

**CHƯƠNG 18 GIẢM THIẾU LỆCH LẠC, GIÁO DỤC VÀ VIỆC
QUẢN LÝ KHÁCH HÀNG 443**

Giới thiệu	443
Lệch lạc có thể bị loại trừ?	443
Giảm thiểu lệch lạc thông qua giáo dục	448
Sử dụng tài chính hành vi để quản lý khách hàng	453
Các điểm chính	458

Câu hỏi thảo luận 459

Chú thích 460

PHẦN VIII QUẢN LÝ TIỀN 465

CHƯƠNG 19 ĐẦU TƯ THEO HÀNH VI 467

Giới thiệu 467

Sự suy yếu của những bất thường, các nhóm tương đồng, và đầu tư theo đặc thù 468

Cải thiện việc khai thác các bất thường 470

Phương pháp đa biến 477

Chiến lược xoay theo đặc thù 480

Có thể gia tăng thành quả danh mục bằng tài chính hành vi? 483

Các điểm chính 485

Câu hỏi thảo luận 486

Chú thích 486

CHƯƠNG 20 TÀI CHÍNH THẦN KINH HỌC VÀ TRÍ ÓC CỦA NHỮNG NHÀ GIAO DỊCH 489

Giới thiệu 489

Chuyên môn và kiến thức ngầm 490

Tài chính thần kinh học 491

Kiến thức từ tài chính thần kinh học 493

Chuyên môn và cảm xúc 495

Các điểm chính 497

Câu hỏi thảo luận 497

Chú thích 498

THUẬT NGỮ 501

LỜI NÓI ĐẦU

Viết một cuốn sách tổng quan về một lĩnh vực đang phát triển nhanh chóng là một nhiệm vụ đầy khó khăn. Khi chúng tôi bắt đầu dự án này, đã có rất nhiều nghiên cứu về tài chính hành vi. Từ đó trở đi, những công trình nghiên cứu mới hầu như xuất hiện mỗi ngày. Phương pháp hợp lý nhất là chọn lọc. Mặc dù chúng tôi hi vọng rằng cuốn sách này là một nghiên cứu tổng quan về những đóng góp quan trọng đối với lĩnh vực tài chính hành vi, nhưng chắc chắn sẽ có nhiều công trình giá trị chưa được đề cập đến.

Khi viết cuốn sách này, đối tượng chủ yếu mà chúng tôi nhắm đến là những sinh viên mà chúng tôi giảng dạy và những người đọc là chuyên gia. Chúng tôi hi vọng rằng những nội dung trong cuốn sách này sẽ giúp người đọc có một cái nhìn mới về các quyết định tài chính. Mặc dù đã có rất nhiều cuốn sách hữu ích bao quát những chủ đề trong tài chính hành vi mà người đọc có thể dễ dàng tìm thấy, mục đích của chúng tôi khi viết cuốn sách này là nhằm cung cấp một cái nhìn tổng quan để tiếp cận lĩnh vực tài chính hành vi, và cùng lúc đó minh họa cho thấy tài chính hành vi có thể ứng dụng vào đời sống thật như thế nào. Với mục đích này, chúng tôi giữ độ chính xác ở mức thấp và tối thiểu hóa lý thuyết.

Chúng tôi tin rằng cuốn sách này sẽ phù hợp với những sinh viên đại học và sau đại học thuộc các ngành kinh doanh và kinh tế học, cũng như những người thực hành có hứng thú quan tâm. Cuốn sách có thể được dùng trong một khóa học tự chọn chuyên biệt hoặc một học phần bổ sung bên cạnh học phần tài chính doanh nghiệp hoặc tài chính quản trị truyền thống.

Để hỗ trợ cho người hướng dẫn cũng như sinh viên theo học, cuốn sách này có kèm theo một Cẩm nang hướng dẫn (IM). Cẩm nang hướng dẫn này bao gồm 3 phần: Giải đáp các câu hỏi và vấn đề thảo luận, Bài tập giảng dạy, và Bài giảng. Mỗi chương trong số 20 chương của cuốn sách đều có một số câu hỏi và vấn đề để thảo luận, và phần đầu tiên của Cẩm nang hướng dẫn sẽ đưa ra hướng giải quyết cho những câu hỏi này. Phần thứ hai trong Cẩm nang hướng dẫn trình bày những Bài tập giảng dạy, được thiết kế để tạo điều kiện cho việc thực hành, bao gồm các thí nghiệm, tình huống và nhiều mục khác, bao gồm tất cả từ Trading Simulators cho tới Star Trek, từ trò chơi dự đoán giá cho đến trò chơi xúc sắc, từ khảo sát hành vi chấp nhận rủi ro cho đến Super Bowl, từ Barings Bank cho tới Royal Dutch Shell, và rất nhiều thứ khác. Cuối cùng, để giúp người hướng dẫn có được một khởi đầu thuận lợi, chúng tôi đính kèm chuỗi các Bài giảng.

NHÓM BIÊN DỊCH

Tài chính hành vi là chủ đề mới, với mong muốn đưa vào giảng dạy, đội ngũ giảng viên Khoa tài chính tổ chức biên dịch tài liệu "Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, And Markets" của Ackert and Deaves. Do đây là lĩnh vực mới nên quá trình biên dịch còn nhiều chỗ có thể gây tranh luận. Chúng tôi mong muốn nhận được những góp ý về mặt thuật ngữ của quý bạn đọc để bản dịch lần tái bản sau tốt hơn.

Nội dung có thể mail về đại diện tập thể nhóm biên dịch:

chitcdn@ueh.edu.vn

Trân trọng

ĐÔI NÉT VỀ TÁC GIẢ

Lucy F. Ackert là Giáo sư Tài chính của Michael J. Coles College of Business tại đại học Kennesaw State và là Học giả danh dự tại Federal Reserve Bank của Atlanta. Giáo sư Ackert tốt nghiệp bằng Tiến sĩ về kinh tế học tài chính tại Emory University. Lĩnh vực nghiên cứu của bà bao gồm việc sử dụng thông tin của cá nhân và những phản ứng của thị trường tài chính đối với các thông tin. Tiến sĩ Ackert đã xuất bản rất nhiều bài báo trên các tạp chí như *American Economic Review*, *Journal of Accounting Research*, và *Journal of Finance*.

Năm 1993, Tiến sĩ Ackert nhận giải thưởng Smith Breeden Prize cho bài báo xuất chúng trên *Journal of Finance*. Nghiên cứu của bà đã nhận được sự tài trợ từ rất nhiều các tổ chức bao gồm Center for the Study of Futures Markets của Columbia University, Chicago Board of Trade, Canadian Investment Review, và Social Science and Humanities Research Council của Canada. Năm 2008, Tiến sĩ Ackert nhận giải thưởng Kennesaw State University Distinguished Graduate Scholarship Award.

Tiến sĩ Ackert đã từng dạy tại Emory University, Berry College, và Wilfrid Laurier University. Bà đã dạy rất nhiều khóa học cho các sinh viên đại học cũng như sau đại học, bao gồm các khóa học như Tài chính hành vi, Tài chính doanh nghiệp, Thị trường quyền chọn và giao sau, Các định chế tài chính, Các tình huống trong tài chính, Nhập môn phương pháp thống kê, và Kinh tế học vi mô.

Richard Deaves tốt nghiệp bằng Tiến sĩ tại Đại học Toronto và hiện đang giảng dạy tại DeGroote School of Business, McMaster University ở Hamilton, Canada. Ngoài McMaster, Tiến sĩ Deaves còn là giáo sư thỉnh giảng của University of Toronto, Concordia University, và Rollins College. Ông đã dạy rất nhiều khóa học, bao gồm Tài chính hành vi, Phân tích chứng khoán, Quản lý danh mục, Quản trị công cụ phái sinh và đầu tư ứng dụng.

Các công trình đã xuất bản của Tiến sĩ Deaves có trên rất nhiều các tạp chí, như *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *Journal of Banking and Finance*, và *Journal of Monetary Economics*. Ông đã tiến hành các nghiên cứu trong các lĩnh vực về kiến thức của nhà đầu tư và thiết kế các quỹ hưu bopsis, các thị trường tài sản thí nghiệm, thành quả của các quỹ đầu tư, gia tăng tỷ suất sinh lợi của các tài sản có thu nhập cố định, xây dựng mô hình và dự báo lãi suất, định giá và phòng ngừa bằng các hợp đồng giao sau, và mối quan hệ giữa các thị trường tài chính và nền kinh tế vĩ mô.

Tiến sĩ Deaves tham gia tư vấn cho các công ty tư nhân lớn nhỏ và các cơ quan đại diện của chính phủ, và được xem là chuyên gia trong nhiều lĩnh vực khác nhau liên đến tính hiệu quả của thị trường, các khía cạnh về hành vi trong đầu tư, các thiết kế chương trình tiết kiệm và hưu bopsis, dự đoán lãi suất, thiết kế các chương trình quản trị rủi ro, và thành quả của thị trường vốn.

GIỚI THIỆU

Lĩnh vực Tài chính hành vi đang phát triển nhanh chóng và sử dụng các kiến thức từ tâm lý học để tìm hiểu cách thức hành vi của con người ảnh hưởng đến các quyết định của các nhà đầu tư cá nhân và chuyên nghiệp, của các thị trường và các nhà quản lý. Tất cả chúng ta đều là con người, điều đó có nghĩa là hành vi của chúng ta bị ảnh hưởng bởi tâm lý. Một vài quyết định rất đơn giản và là những lựa chọn hằng ngày, như việc chúng ta sẽ học tập chăm chỉ như thế nào cho kỳ thi sắp tới, hay nhân hiệu nước giải khát nào chúng ta sẽ mua, nhưng những quyết định khác lại có thể ảnh hưởng đáng kể đến tình hình tài chính của chúng ta, như là chúng ta có nên mua một cổ phiếu nào đó hay không, hay chúng ta sẽ phân bổ tiền trong tài khoản hưu trí 401(k) của chúng ta vào các quỹ đầu tư khác nhau như thế nào. Mục đích của cuốn sách này là trình bày những gì chúng ta học được về việc ra quyết định từ những nghiên cứu trong lĩnh vực tài chính hành vi, song song với việc nhìn nhận những thách thức vẫn đang tồn tại.

Ở phần tiếp theo của cuốn sách, chúng ta sẽ thấy rằng tài chính hành vi rất hữu ích trong việc giúp chúng ta hiểu về những câu đố ở mức độ nhà đầu tư. Ví dụ, tại sao con người có xu hướng đầu tư vào những công ty địa phương? Tại sao các nhà đầu tư nhầm lẫn một công ty tốt là một cổ phiếu tốt? Tại sao con người gia tăng chấp nhận rủi ro nếu họ vừa có được thành quả danh mục tốt hoặc kém? Tại sao họ lại lưỡng lự khi loại bỏ các cơ hội đầu tư kém ra khỏi danh mục của mình? Tại sao nhiều nhà đầu tư lại giao dịch thường xuyên? Tại sao họ lại không đa dạng hóa đầy đủ các tài sản đang nắm giữ? Tại sao con người lại hành động theo đám đông?

Mặc dù sẽ khó tìm ra ai đó không cho rằng tâm lý có tác động đến quyết định tài chính của cá nhân, nhưng lại có nhiều bất đồng hơn về việc liệu các kết quả của thị trường cũng bị ảnh hưởng hay không. Nguyên nhân là do niềm tin rằng tâm lý con người tác động đến thị trường thì không nhất quán với quan điểm truyền thống cho rằng các áp lực thị trường sẽ đưa đến sự hiệu quả. Mặc dù vậy, nếu tâm lý con người có thể dẫn đến những hành vi cá nhân không tối ưu và những lỗ hổng này đòi hỏi có tương quan với nhau, và tồn tại những giới hạn đối với kinh doanh chênh lệch giá thì với những giới hạn này, quan điểm truyền thống về thị trường có thể chưa đầy đủ.

Gần đây, tài chính hành vi đã có những bước tiến vượt bậc trong việc cung cấp những hiểu biết về hành vi của những nhà quản lý. Với những gì chúng ta đã biết về tâm lý của nhà đầu tư, sẽ là ngạc nhiên nếu các yếu tố tâm lý không đóng một vai trò nào đó trong các quyết định quản trị. Một mặt, liệu các nhà quản lý có thể xem xét những thông tin liên quan đến tâm lý nhằm nỗ lực cải thiện thành quả cá nhân hay không? Mặt khác, những nhà quản lý, vốn dĩ là những con người, có bị tác động bởi những lỗ hổng hành vi của chính mình hay không?

CẤU TRÚC CỦA CUỐN SÁCH

Để hiểu về tác động của tâm lý con người đến các cá nhân và thị trường, chúng ta cần phải tiến hành các bước sau. Chúng tôi bắt đầu bằng Phần I của cuốn sách với tổng quan về những nền tảng của tài chính hiện đại, những hạn chế của nó trong việc lý giải cho rất nhiều những nghịch lý và bất thường, và nguồn gốc của tài chính hành vi được phản ánh trong lý thuyết triển vọng và quan điểm về những giới hạn trong kinh doanh chênh lệch giá. Lý thuyết hữu dụng kỳ vọng được xem xét trong Chương 1 là một mô hình chuẩn tắc và mang tính tiên đề, mô hình này mô tả cách thức con người nên hành động khi đối mặt với những quyết định có liên quan đến rủi ro. Khi so sánh các triển vọng, đơn giản đó là các phân phối xác suất của các kết quả cuối cùng, tiến trình cơ bản là ấn định mức hữu dụng cho mỗi kết quả có thể có, và một tỷ trọng tương ứng với xác suất của kết quả này, và lựa chọn triển vọng nào có độ hữu dụng cao nhất.

Mặc dù lý thuyết hữu dụng kỳ vọng rất hữu ích trong việc xây dựng mô hình về việc ra quyết định của các cá nhân, song các học giả tài chính đòi hỏi phải có một mô hình mô tả cách thức các nhà đầu tư ước lượng rủi ro và xác định mức giá trên thị trường. Phân tích giá trị trung bình-phương

sai và mô hình CAPM, được trình bày trong Chương 2, là những bước tiến trọng tâm, lần đầu tiên đưa ra chỉ dẫn về cách thức đo lường rủi ro và định giá tài sản rủi ro. Cùng lúc đó, ý tưởng về thị trường hiệu quả cũng xuất hiện. Đây là quan điểm cho rằng do các thị trường cạnh tranh luôn phản ánh tất cả các thông tin có liên quan nên giá của một tài sản hầu như bằng với giá trị nội tại. Tuy nhiên, việc phải tốn chi phí mới có được thông tin, cùng với định lý về tính bất khả thi của thị trường hiệu quả của Grossman và Stiglitz, ý tưởng về thị trường hiệu quả chuyển thành không ai có thể liên tục kiểm được tỷ suất sinh lợi vượt trội (sau khi đã điều chỉnh rủi ro).¹ Quan trọng là, thị trường hiệu quả liên hệ chặt chẽ với các mô hình định giá tài sản do vấn đề giả thuyết không thể kiểm chứng, thực tế là các kiểm định về tính hiệu quả của thị trường đòi hỏi phải sử dụng một cơ chế điều chỉnh rủi ro nào đó.

Bất chấp sự chặt chẽ của những lý thuyết nền tảng này, không lâu sau đó người ta vẫn phát hiện ra các kẽ hở. Việc phân tích chi tiết về lựa chọn thực sự của con người đã tiết lộ ra một vài vi phạm đối với lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Ví dụ, mặc dù thông thường con người sẽ e ngại rủi ro, nhưng đôi khi rõ ràng họ lại có hành vi tìm kiếm rủi ro, việc con người săn lùng mua vé số là một ví dụ điển hình. Rõ ràng là chúng ta cần thêm lý thuyết mới về lựa chọn của các cá nhân, và lý thuyết này phải dựa trên những hành vi và nghiên cứu thực sự trong tâm lý học. Trong số các mô hình khác nhau được đề xuất, lý thuyết triển vọng của Kahneman và Tversky đã thu hút được nhiều sự chú ý nhất.² Lý thuyết triển vọng bẩn chất là lý thuyết thực chất chứ không phải là lý thuyết chuẩn tắc, và sẽ được nghiên cứu trong Chương 3. Để phục vụ cho nhiều mục tiêu khác nhau, lý thuyết triển vọng được kết hợp với tính toán bất hợp lý, mà một động lực chủ yếu của tính toán bất hợp lý là sự phụ thuộc chiêu hướng. Các yếu tố then chốt của các mô hình này bao gồm việc đánh giá các kết quả so với một điểm tham chiếu (ví dụ tình trạng hiện tại), một sự e ngại đối với thua lỗ, và thái độ đối với rủi ro tùy thuộc hoàn cảnh.

Tài chính hiện đại cũng phải đổi mới với thực tế ngày càng rõ ràng là CAPM và tính hiệu quả của thị trường xung đột với những bằng chứng thực nghiệm sử dụng các dữ liệu sẵn có. Chương 4 sẽ bắt đầu bằng việc điểm qua một vài bất thường, được định nghĩa là những phát hiện không nhất quán với tính hiệu lực đồng thời của cả CAPM và thị trường hiệu quả. Những phát triển về mặt lý thuyết cũng đóng một vai trò nào đó. Mặc dù trong quá khứ con người có khuynh hướng cho rằng các cơ hội sinh lời luôn dễ dàng bị “kinh doanh chênh lệch giá loại bỏ” trong các thị trường

cạnh tranh, nhưng một vài người bắt đầu đặt câu hỏi liệu kinh doanh chênh lệch giá có đơn giản và phi rủi ro như sách giáo khoa đề xuất hay không. Trường phái này tranh luận rằng có những giới hạn đáng kể đối với hoạt động kinh doanh chênh lệch giá. Những giới hạn này bị chi phối bởi các nhân tố như rủi ro nhà giao dịch nhiều (khả năng mức giá sai sẽ tiếp tục trầm trọng hơn trong ngắn hạn); và chi phí thực hiện đáng kể (chi phí giao dịch và khả năng không có sẵn các chứng khoán cần bán khống).

Tài chính hành vi có tính liên thông về mặt học thuật cao hơn so với các lĩnh vực khác trong tài chính. Tài chính hành vi dựa trên rất nhiều nghiên cứu học thuật của kế toán, kinh tế học, thống kê, tâm lý học và xã hội học. Nền tảng lý thuyết về tâm lý học đặc biệt hữu ích trong việc khám phá cách thức con người ra quyết định cũng như biểu hiện của những lêch lạc. Trong Phần II, chúng tôi cung cấp những nền tảng cần thiết của tâm lý học. Nguyên tắc phân loại mà chúng tôi sử dụng là phân chia các hành vi dựa trên tâm lý thành ba nhóm: tự nghiệm và những giới hạn trong nhận thức, tâm lý quá tự tin, và cảm xúc. Trong Chương 5, chúng tôi bắt đầu bằng việc lưu ý rằng các mô hình tài chính và kinh tế học hiện tại dường như thường hàm ý sự tồn tại của người ra quyết định phi cảm xúc và sở hữu trong não một bộ nhớ RAM gần như không giới hạn. Một người như vậy sẽ xem xét tất cả các thông tin có liên quan, đạt đến lựa chọn tối ưu trong một quá trình được gọi là tối ưu hóa trong điều kiện ràng buộc. Tuy nhiên, tồn tại rất nhiều những giới hạn rõ ràng trong nhận thức, bao gồm những nhận thức và trí nhớ mang tính chọn lọc và sai sót, sự thiếu chú ý, và ảnh hưởng của cách trình bày. Những vấn đề phức tạp phải được đơn giản hóa, và tự nghiệm, hay quy tắc ngón tay cái, được tạo ra nhằm mục đích này. Áp lực tiến hóa để sống sót dẫn đến việc hình thành vô số những tự nghiệm này. Mặc dù chúng thường đưa đến những hành động sáng suốt, nhưng đôi khi “bộ công cụ” này lại sai lầm. Đặc biệt là khi phải đưa ra các quyết định trong bối cảnh hiện đại phức tạp, trong khi nhiều tự nghiệm ban đầu được hình thành để giúp con người tìm kiếm và đảm bảo thức ăn cũng như chỗ ở. Chúng ta sẽ xem xét rất nhiều dạng tự nghiệm khác nhau, bao gồm những tự nghiệm ảnh hưởng chủ yếu đến sở thích thông qua việc tìm kiếm sự thoải mái và những tự nghiệm được hình thành để ước tính xác suất. Mặc dù có rất nhiều bằng chứng cho thấy những sai lầm, nhưng một vài người, đặc biệt là những người tán thành quan điểm tự nghiệm là “nhanh chóng và ít tổn kém”, lại lập luận rằng các tự nghiệm hoạt động tốt hơn là chúng ta nghĩ.

Kế tiếp, trong Chương 6, chúng ta nhận thấy rằng con người có xu hướng quá tự tin. Những người quá tự tin đánh giá quá cao kiến thức, khả năng và độ chính xác trong thông tin của họ, hoặc sẽ quá lạc quan về tương lai và khả năng kiểm soát nó. Sự quá tự tin có những dạng như ước lượng sai (là xu hướng tin rằng độ chính xác trong kiến thức của mình cao hơn thực tế), hiệu ứng tốt hơn mức trung bình, ảo tưởng kiểm soát (niềm tin không có cơ sở rằng họ có thể tác động đến hoàn cảnh), và lạc quan quá mức. Tâm lý quá tự tin có thể khuyến khích các hành động ngay cả khi có những cảnh báo.

Cuối cùng, trong Chương 7, chúng ta xem xét các cảm xúc là gì và cách thức mà chúng tác động đến quá trình ra quyết định. Chưa tính đến sự nghiệp thì rất nhiều tiền đã được đem ra đánh cược trong các quyết định tài chính, và mức cược cao có thể chỉ gia tăng mức độ cảm xúc. Chắc chắn có sự suy đoán rằng các cảm xúc có ảnh hưởng lên các thị trường, tất nhiên điều này hàm ý rằng trước hết chúng phải có tác động đến quyết định của các cá nhân. Mặc dù thực tế là cảm xúc quá khích có thể là không tốt, nhưng một trạng thái cảm xúc cân bằng (ngược với tình trạng không có cảm xúc) thực sự có thể thúc đẩy những quyết định sáng suốt.

Khi đã được trang bị những kiến thức cơ bản về tâm lý học, Phần III đi vào nghiên cứu cách thức mà tâm lý tác động đến việc ra quyết định tài chính ở cấp độ cá nhân. Lúc này, chúng ta tập trung vào các nhà đầu tư và những người thực hành có liên quan trong thị trường vốn thay vì tập trung vào những nhà quản lý doanh nghiệp. Trong Chương 8, chúng ta bắt đầu bằng việc nghiên cứu mức độ dẫn đến các quyết định tài chính dưới mức tối ưu khi sử dụng sai các tự nghiệm. Ví dụ, tự nghiệm tinh huống điển hình có thể thuyết phục người ta tin rằng các công ty tốt là các khoản đầu tư tốt, và các công ty gần đây có thành quả tốt trên thị trường chứng khoán là những cổ phiếu nên mua vào. Lệch lạc quen thuộc có thể khiến việc đầu tư quá mức vào thị trường nội địa hoặc địa phương. Lệch lạc săn có thúc đẩy con người tập trung đầu tư vào các chứng khoán có sẵn thông tin. Neo quyết định khiến các cá nhân kiên trì bám vào những gợi ý săn có, thay vì dựa vào chính ý kiến và kiến thức của mình.

Trong Chương 9, chúng ta khám phá mức độ dẫn tới các hành vi dưới mức tối ưu của tâm lý quá tự tin đối với một bộ phận các nhà đầu tư và những người tham gia trên thị trường vốn. Xu hướng tin rằng phân tích của cá nhân chính xác hơn thực tế dường như thực sự khiến các nhà đầu tư giao dịch quá mức. Những vấn đề khác có liên quan đến tâm lý quá tự tin là đa dạng hóa dưới mức và chấp nhận quá nhiều rủi ro.

Chương cuối cùng trong phần này, Chương 10 nghiên cứu cách thức cảm xúc tác động lên các quyết định tài chính. Bằng chứng rõ ràng nhất là đối với hiệu ứng hòa vốn, hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng và hiệu ứng ngược vị thế. Đáng lưu ý là những hành vi này có những giải thích khác nhau dựa trên lý thuyết triển vọng. Chúng có điểm chung đó là tất cả đều dựa trên sự phụ thuộc chiểu hướng. Trong hai trường hợp đầu, các kết quả tệ hơn hay tốt hơn kỳ vọng có thể dẫn đến một sự gia tăng chấp nhận rủi ro: trong trường hợp đầu tiên, bởi vì con người ghét thua lỗ, họ sẽ muốn trở lại điểm khởi đầu, và trong trường hợp thứ hai, bởi vì con người sau khi có một vận may bất ngờ, sẽ biết rằng họ có thể chấp nhận một mức độ rủi ro cao mà không bị thua lỗ. Còn đối với hiệu ứng ngược vị thế, một khoản đầu tư thua lỗ có thể được nắm giữ quá lâu bởi vì con người sợ phải tiếc nuối nếu bán rẻ khoản đầu tư này.

Trong Phần IV, chúng ta quay trở lại nghiên cứu các áp lực xã hội tác động đến lựa chọn của con người như thế nào. Đây là một vấn đề quan trọng trong tài chính hành vi bởi vì các nhà đầu tư, những người thực hành tài chính, và những nhà quản lý không đưa ra quyết định một cách độc lập. Chúng ta bắt đầu Chương 11 với những bằng chứng cho thấy các áp lực xã hội ảnh hưởng đến con người ở những nền văn hóa khác nhau trên khắp thế giới và trong lĩnh vực kinh doanh. Tuy những lý thuyết truyền thống quy định con người là lý trí và vị kỷ, bằng chứng lại đề xuất rằng đôi khi con người lựa chọn những hành động không vì lợi ích vật chất của bản thân, và lợi ích xã hội cũng tác động lên cách thức con người ra quyết định, bao gồm những ưu tiên đối với người khác, như là sự công bằng và có đi có lại. Để minh họa tầm quan trọng của những yếu tố này, chúng ta sẽ chỉ ra cách thức mà các áp lực xã hội có thể tác động đến sự cạnh tranh trên thị trường và việc soạn thảo các hợp đồng.

Kế tiếp, trong Chương 12, để minh họa tầm quan trọng của các áp lực xã hội, chúng ta sẽ chỉ ra các áp lực này giải thích như thế nào cho sự sụp đổ của một công ty lớn của Mỹ, tập đoàn Enron. Cụ thể trọng tâm sẽ là hai nhóm người quan trọng: đó là hội đồng quản trị và các chuyên gia phân tích tài chính. Hội đồng quản trị có trách nhiệm quản trị nội bộ doanh nghiệp, nhưng làm cách nào mà các áp lực xã hội có thể ảnh hưởng đến tính hiệu quả của hội đồng quản trị? Các nhà phân tích tài chính là những trung gian thông tin quan trọng đối với nhà đầu tư và nhà quản lý, nhưng ý kiến của họ có thể bị tác động bởi nhóm xã hội như thế nào?

Trong Phần V, chúng ta xem xét tài chính hành vi cho chúng ta biết gì về các kết quả quan sát được trên thị trường. Theo sau Chương 2 và

Chương 4, chúng tôi đã lưu ý rằng các kiểm định ban đầu về tính hiệu quả của thị trường đã nhận được sự ủng hộ rộng rãi, nhưng những kiểm định sau này lại đưa đến những bằng chứng cho thấy sự xung đột với lý thuyết này, trong Chương 13, chúng ta trở lại thảo luận các bất thường, nhưng bây giờ trọng tâm là mô tả các lý giải dựa trên hành vi đối với các bất thường này. Hai bất thường lợi thế giá trị và quán tính giá là vấn đề gây khó khăn nhất, và do đó nhận được nhiều sự chú ý nhất.

Chương 14 nêu ra một vài câu đố trung tâm trên thị trường chứng khoán. Nhiều năm qua, các nhà nghiên cứu bắt đầu đặt câu hỏi liệu mức độ định giá và tính biến động của giá cả quan sát được trên thị trường chứng khoán có phù hợp với những dự báo của lý thuyết hay không. Một điểm đáng chú ý là trong những năm 1990, toàn bộ thị trường Mỹ dường như lệch quá xa so với giá trị dựa trên những yếu tố kinh tế cơ bản. Bên cạnh việc xem xét các cơ sở của việc định giá trên thị trường, chúng ta xem lại các bằng chứng liên quan đến mức độ biến động trên thị trường chứng khoán. Ngoài ra, câu đố phần bù vốn cổ phần cũng được đề cập trong chương này, đây là xu hướng trong quá khứ cổ phần thường có thành quả tốt hơn so với các chứng khoán có thu nhập cố định dù đã tính đến khác biệt trong mức rủi ro.

Phần VI mô tả các lách lạc tâm lý có thể tác động như thế nào đến hành vi của nhà quản lý. Cách chúng ta suy nghĩ về các kết quả phụ thuộc vào liệu lách lạc có nguồn gốc từ hành vi của thị trường hay nhà quản lý. Cả khả năng nhà quản lý hợp lý hành động khi tin rằng thị trường đang phản ánh sự bất hợp lý và khả năng chính nhà quản lý là nguyên nhân của các lách lạc đều được thảo luận. Chương 15 tranh luận rằng có bằng chứng cho thấy các nhà quản lý có lý trí đôi khi tận dụng việc định giá sai của những nhà đầu tư thiếu lý trí. Chúng ta bắt đầu với một mô hình tự nghiệm, trong đó chỉ ra rằng các nhà quản lý có lý trí trong một thế giới với những nhà đầu tư thiếu lý trí sẽ xung đột giữa mục tiêu ngắn hạn và dài hạn. Những xung đột này có thể đưa đến những lựa chọn nhằm tối đa hóa giá cả thay vì giá trị. Chúng tôi cũng mô tả các ví dụ về việc đáp ứng các nhà đầu tư, bao gồm thay đổi tên công ty để nó trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư và đáp ứng những ưu tiên trong chi trả cổ tức. Những bằng chứng thực nghiệm nhất quán với những xu hướng này cũng sẽ được trình bày.

Chương 16 tập trung vào việc đưa ra những quyết định tài chính dưới mức tối ưu của các nhà quản trị doanh nghiệp hay các chủ doanh nghiệp. Đầu tiên chúng ta xem xét những sai lầm có thể có trong quá trình hoạch định ngân sách vốn do những tác động của nhận thức và cảm xúc. Tâm lý

quá tự tin cũng có thể tác động đến các quyết định quản lý theo một cách tiêu cực. Trong đó, chúng ta tập trung vào việc đầu tư quá mức, độ nhạy cảm của đầu tư đối với dòng tiền, thâu tóm và sáp nhập, và khởi nghiệp. Cuối cùng, chúng tôi xem xét liệu tâm lý quá tự tin đôi khi có thể đóng vai trò tích cực hay không.

Trong Phần VII, chúng ta quay trở lại với việc nghỉ hưu, hưu bỗng, sự giáo dục, giảm thiểu lạm và quản lý khách hàng. Đây là lĩnh vực then chốt trong đó những bài học về tài chính hành vi đang ngày càng trở nên hữu dụng. Trong Chương 17, trọng tâm là việc nghỉ hưu và hưu bỗng. Trên thế giới, khi các công ty có xu hướng dịch chuyển từ hình thức lương hưu có lợi ích xác định sang hình thức lương hưu dựa trên đóng góp của người lao động, những người lao động có liên quan đã buộc phải đổi mới với những thách thức khi cố gắng quản lý một cách tối ưu tài khoản tiết kiệm hưu trí của mình. Không may là, những cá nhân này thường có vấn đề về sự tự kiểm soát, tính trì hoãn, và sự nhầm lẫn liên quan đến quyết định phân bổ tài sản. Mặc dù vậy, có bằng chứng cho thấy sự cải tiến trong kế hoạch lương hưu có thể đưa đến những kết quả tốt hơn.

Trong Chương 18, chúng ta tập trung vào các chiến lược giảm thiểu lạm nhầm cải thiện các quyết định tài chính. Có thể đạt được một lợi ích lớn từ một chương trình đào tạo kỹ lưỡng về tài chính. Chúng tôi lập luận rằng giáo dục có thể gia tăng lợi ích với những kiến thức về tâm lý của nhà đầu tư. Cuối cùng, chúng tôi cung cấp những phân tích về các nhà quản lý tài sản có những khách hàng có thể bị tác động bởi lạm nhầm và cảm xúc.

Cuốn sách này khép lại bằng Phần VIII, sẽ hữu ích cho các nhà đầu tư và giao dịch. Đầu tư theo hành vi, chủ đề của Chương 19, là một nỗ lực gia tăng thành quả danh mục bằng cách áp dụng những bài học từ tài chính hành vi. Với việc những bằng chứng thực nghiệm về quan tính giá và lợi thế giá trị dường như khá vững chắc, việc cải thiện thành quả danh mục đòi hỏi việc hướng đến các chứng khoán có những đặc tính này. Mặc dù vậy, vẫn đề hiềm khi đơn giản như ban đầu người ta đã nghĩ. Những phức tạp và cơ hội bao gồm sự suy yếu của các bất thường, nhóm tương đồng, đầu tư theo đặc thù, và nhiều phương pháp khác nhau để tận dụng bất thường. Chúng tôi kết thúc chương này bằng việc xem xét liệu các bằng chứng khách quan tồn tại có cho thấy đầu tư theo hành vi có thể đưa đến những kết quả như mong muốn hay không.

Chương cuối cùng của cuốn sách, Chương 20, tập trung vào những yếu tố để tạo nên một nhà giao dịch chuyên nghiệp giàu kỹ năng. Bằng

việc xem xét cách thức não phản ứng trong những hoạt động khác nhau, các nhà khoa học tìm hiểu được cách thức vận hành và giải quyết vấn đề của não. Các nhà nghiên cứu tài chính thần kinh học sử dụng công nghệ thần kinh để nghiên cứu cách thức hành xử của bộ não khi con người đưa ra các quyết định tài chính. Kiến thức bao gồm những thông tin có liên quan đến việc những phản ứng nào được kiểm soát và những phản ứng nào là tự động. Mất rất nhiều thời gian giao dịch để có thể trở thành một chuyên gia giao dịch giàu kỹ năng. Bên cạnh việc luyện tập, chúng ta cũng xem xét kiến thức mà những nhà giao dịch có được từ tài chính hành vi có tạo ra thành quả tốt hơn hay không.

PHƯƠNG PHÁP TIẾP CẬN VÀ NGHIÊN CỨU TÀI CHÍNH HÀNH VI

Trong bất kỳ khoa học nào, những thành tựu đều được tạo ra từ sự tương tác giữa lý thuyết và thực nghiệm. Kết quả quan sát đề xuất nên những lý thuyết phù hợp và những mô hình được kiểm định thông qua các dữ liệu. Khi dữ liệu không nhất quán với lý thuyết, những mô hình mới lại được xây dựng. Sự liên hệ giữa lý thuyết và bằng chứng là hai dòng chảy của khoa học, và tài chính học thuật cũng hoạt động theo cách tương tự. Như sẽ thấy khi bạn đọc xuyên suốt cuốn sách này, tài chính hành vi sử dụng khá đa dạng các công cụ để quan sát. Dữ liệu có thể là sẵn có, có thể là được tạo ra từ các thử nghiệm được kiểm soát trong các phòng thí nghiệm, hay có được thông qua khảo sát. Tài chính và kinh tế học thử nghiệm sử dụng phương pháp thí nghiệm để kiểm định tính hiệu lực của các lý thuyết hiện có và nghiên cứu tác động của những cơ chế mới. Theo truyền thống của tâm lý học, các cuộc khảo sát thường được tiến hành bởi các nhà nghiên cứu trong lĩnh vực tài chính hành vi.

Một vài nhà nghiên cứu tài chính truyền thống giữ thái độ hoài nghi đối với tài chính hành vi bởi vì họ nghĩ lĩnh vực này đưa ra những lý thuyết mới để khớp với mọi phát hiện mới.³ Tất nhiên, nếu một mô hình chỉ li nào đó có thể dự đoán được hành vi của con người, mọi thử chắt chẽ sẽ bớt phức tạp hơn. Nhưng có bao nhiêu người trong chúng ta thực sự tin rằng tất cả hành động của con người có thể khái quát lại một cách đơn giản? Đồng thời, chúng tôi tin rằng vẫn cần phải giữ thái độ hoài nghi. Chúng tôi hi vọng sẽ trình bày đầy đủ các bằng chứng và để cho người đọc quyền quyết định.

Tài chính hành vi đóng góp gì cho chúng ta về tài chính? Theo quan điểm của chúng tôi, tài chính hành vi không thay thế cho tài chính hiện đại. Thay vào đó, nó là thành phần bổ sung quan trọng. Các công cụ của tài chính hiện tại vẫn còn cực kỳ hữu dụng đối với các nhà quản lý doanh nghiệp, nhà đầu tư và những người đưa ra các quyết định tài chính. Tuy nhiên, hai dòng chảy song song trong khoa học cũng tồn tại ở đây. Khi các kết quả được khám phá ra và không nhất quán với quan điểm truyền thống, một lý thuyết mới được thừa nhận, và nó thường được xây dựng dựa trên những kiến thức đã có. Vào một lúc nào đó trong tương lai, “lý thuyết truyền thống mới” sẽ dựa trên những phát hiện mới về hành vi. Theo nghĩa này, chúng ta sẽ mong đợi những bước phát triển trong tương lai của lĩnh vực tài chính hành vi.

CHÚ THÍCH

1. Grossman, S. J., và J. E. Stiglitz, 1980, “On the impossibility of informationally efficient markets”, American Economic Review 70(3), 393-408.
2. Xem Kahneman, D., and A. Tversky, 1979, “Prospect theory: An analysis of decision under risk,” Econometrica 47(2), 263–291.
3. Fama, E. F., 1998, “Market efficiency, long-term returns and behavioral finance”, Journal of Financial Economics 49, 283-306.

TÀI CHÍNH CHÍNH THÔNG, LÝ THUYẾT TRIỂN VỌNG, VÀ THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

PHẦN

I

Chương 1: Nền tảng tài chính I: Lý thuyết hữu dụng kỳ vọng

Chương 2: Nền tảng tài chính II: Định giá tài sản, Thị trường hiệu quả, và các mối quan hệ đại diện

Chương 3: Lý thuyết triển vọng, mẫu hình, và tính toán bất hợp lý

Chương 4: Những thách thức đối với thị trường hiệu quả

NỀN TẢNG TÀI CHÍNH I: LÝ THUYẾT HỮU DỤNG KỲ VỌNG

CHƯƠNG

1

1.1 GIỚI THIỆU

Hành vi của những cá nhân, nhà giao dịch, thị trường và các nhà quản lý đôi lúc có thể sẽ “không hợp lý – irrational”, nhưng chính xác điều đó có nghĩa gì? Để trả lời cho câu hỏi này, chúng ta phải quay trở lại và hiểu những nền tảng tài chính hiện đại một cách đầy đủ hơn, đây là cơ sở cho việc đưa ra quyết định hợp lý (rational decision-making). Hai chương đầu tiên của cuốn sách được trình bày để hoàn thành mục tiêu này, đầu tiên là lý thuyết chuẩn tắc nói về việc các cá nhân đưa ra những quyết định như thế nào khi họ phải đương đầu với sự không chắc chắn.

Đầu tiên, chúng ta xem xét những tranh luận của kinh tế học chuẩn tắc (hay tân cổ điển) về hành vi hợp lý khi những quyết định kinh tế được đưa ra trong hoàn cảnh không có sự không chắc chắn nào trong tương lai. Trong phần tiếp theo, cuốn sách này đề cập đến vấn đề các cá nhân nên tối đa hóa mức hữu dụng (hoặc sự hài lòng) dựa trên sự ưa thích của họ, các ràng buộc mà họ phải đối mặt, và những thông tin mà họ đã xử lý. Trong phần 1.3, chúng ta cần lưu ý rằng những quyết định trở nên phức tạp khi có sự không chắc chắn. Một sự mở rộng của lý thuyết hữu dụng được trình bày nhằm đáp ứng yêu cầu này và được hiểu là sự tối đa hóa mức hữu dụng kỳ vọng. Cơ bản là xác định được mức hữu dụng tương ứng với những mức tài sản khác nhau, và sau đó là tính toán mức hữu dụng kỳ vọng ứng với mỗi triển vọng khi lựa chọn giữa các triển vọng, các triển vọng này được thể hiện bởi các phân phối xác suất ứng với mức tài sản khác nhau. Cuối cùng, người ra quyết định lựa chọn triển vọng có mức hữu dụng kỳ vọng cao nhất. Trong phần tiếp theo, chúng tôi sẽ thảo luận vai trò của thái độ đối với rủi ro. Cụ thể là, vì con người thích tránh né rủi ro, nên cần thiết phải bù đắp cho việc họ phải chịu nó, và mức rủi ro mà họ có thể được bù đắp tùy thuộc vào mức độ e ngại rủi ro của họ.

như thế nào. Mặc dù lý thuyết hữu dụng kỳ vọng là rất tốt, nhưng vẫn có một số tình huống, nhiều người hành động trái với lý thuyết này. Trường hợp phổ biến nhất là nghịch lý Allais được trình bày ở phần 1.5. Hai phần cuối cùng của chương này hướng đến tầm quan trọng của cách thức trình bày một vấn đề, còn gọi là khung quyết định và lý thuyết triển vọng, đây là một lý thuyết quan trọng thay thế cho lý thuyết tối đa hóa hữu dụng kỳ vọng. Lý thuyết này sẽ được trình bày cụ thể ở chương 3.

1.2 KINH TẾ HỌC TÂN CỔ ĐIỂN

Các mô hình tài chính truyền thống có nền tảng là kinh tế học, và **kinh tế học tân cổ điển (neoclassical economics)** là ví dụ điển hình. Trong đó, cá nhân và doanh nghiệp được đề cập là có tính tư lợi và luôn nỗ lực tối ưu hóa khả năng tốt nhất của họ khi phải đối mặt với những giới hạn về nguồn lực. Giá trị (hoặc giá cả) của một tài sản được xác định bởi thị trường, tùy thuộc vào ảnh hưởng của cung và cầu¹. Chương này sẽ tập trung trình bày việc ra quyết định của cá nhân, còn các thị trường sẽ được trình bày ở chương sau.

Kinh tế học tân cổ điển đưa ra một số giả định cơ bản về con người:²

1. Con người có những sự ưa thích hợp lý giữa các kết quả có thể có hoặc những trạng thái tự nhiên.
2. Con người tối đa hóa mức hữu dụng và doanh nghiệp tối đa hóa lợi nhuận³.
3. Con người đưa ra những quyết định độc lập dựa trên tất cả thông tin liên quan.

Những giả định này dường như hoàn toàn hợp lý dựa trên những xét đoán ban đầu, nhưng hãy chắc chắn rằng chúng ta thật sự hiểu chúng có ý nghĩa gì.

SỰ ƯA THÍCH HỢP LÝ

Vấn đề cá nhân có những **ưa thích hợp lý (rational preference)** có nghĩa gì? Có những điều kiện nào đó thường được áp đặt lên sở thích. Ở đây đưa ra một vài lời giải thích để hiểu rõ hơn về những điều kiện này. Giả sử một người nào đó buộc phải lựa chọn giữa hai kết quả, x và y . Dấu $>$ biểu thị việc lựa chọn này hoàn toàn được ưa thích hơn lựa chọn kia, vì thế $x > y$ nghĩa là x luôn là lựa chọn được ưa thích hơn y khi cá nhân nào đó có hai lựa chọn này. Dấu \sim thể hiện không có sự khác biệt, vì thế $x \sim y$ cho

thấy một người nào đó đánh giá hai kết quả x, y là như nhau. Cuối cùng, \geq biểu hiện sự ưa thích nhưng yếu hơn, $x \geq y$ cho thấy một người nào đó có thể thích x hơn hoặc cho rằng sự lựa chọn x hay y là như nhau.

Một giả định quan trọng là **sự ưa thích (preferences)** của con người là **hoàn hảo (complete)**. Điều này có nghĩa là một người có thể so sánh tất cả các lựa chọn có thể có và đánh giá sự ưa thích hơn hoặc không có khác biệt gì. Như vậy, đối với bất kỳ một cặp lựa chọn nào, sẽ có $x \geq y$ hoặc $y \geq x$ hoặc cả hai, tức đồng nghĩa với $x \sim y$. Giả định này dường như không gây ra quá nhiều vấn đề. Chắc chắn một điều rằng hầu hết mọi người biết họ thích cái gì và không thích cái gì.

Giả định thứ hai, **tính bắc cầu (transitivity)**, dường như không đúng với hầu hết mọi người. Giả định một người nào đó phải lựa chọn giữa 3 kết quả: x, y và z . Theo giả định bắc cầu, nếu $x > y$ và $y > z$, thì $x > z$. Nếu tôi thích kem vani hơn kem sôcôla, và thích kem sôcôla hơn kem dâu tây, thì tôi sẽ thích kem vani hơn kem dâu tây. Nếu giả định bắc cầu không chắc chắn thì chúng ta không thể xác định được lựa chọn tốt hay tối ưu nhất. Do vậy, lựa chọn hợp lý có tính bắc cầu.

TỐI ĐA HÓA MỨC HỮU DỤNG

Lý thuyết hữu dụng được sử dụng để mô tả sự ưa thích. Với **hàm hữu dụng (utility function)** $u(\cdot)$, chúng ta ấn định các con số cho các kết quả có thể xảy ra để sự lựa chọn được ưa thích hơn sẽ nhận được con số cao hơn. Chúng ta có thể nghĩ rằng sự hữu dụng như là sự hài lòng có được từ một kết quả cụ thể nào đó. Thông thường, một kết quả được mô tả bằng một “gói - bundle” hàng hóa. Ví dụ, người nào đó có thể lựa chọn giữa hai ổ bánh mì cộng với một chai nước và một ổ bánh mì cộng với 2 chai nước. Nếu người này cho biết anh ta thích lựa chọn đầu tiên hơn thì chúng ta sẽ nói rằng:

1.1

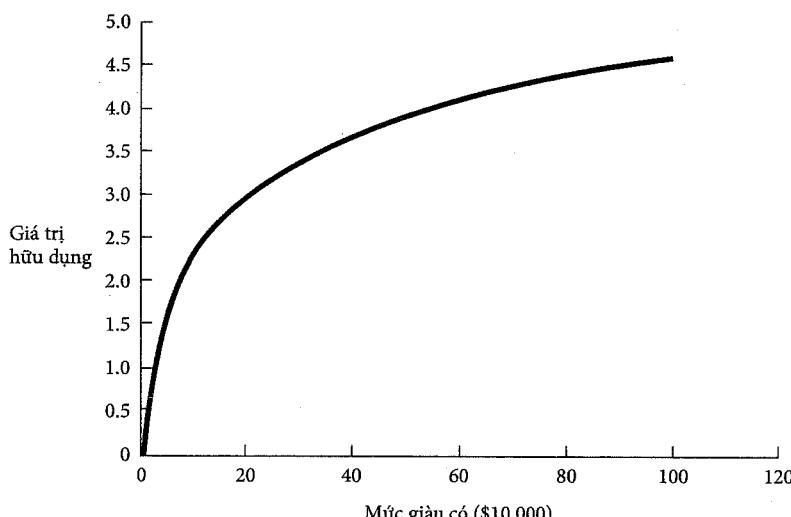
$$u(2 \text{ ổ bánh mì}, 1 \text{ chai nước}) > u(1 \text{ ổ bánh mì}, 2 \text{ chai nước})$$

Lưu ý rằng chúng ta không biết rõ giá trị con số của hàm $u(\cdot)$ là bao nhiêu. Bởi vì tuy việc sắp xếp các kết quả bằng một hàm hữu dụng rất quan trọng nhưng con số thực sự lại là vô hình. Hàm hữu dụng có tính thứ tự (nghĩa là đạo hàm giữ nguyên dấu) nhưng lại không có tính số học (tức vẫn để là giá trị hữu dụng chính xác). Để đạt được sự lựa chọn tối ưu, mỗi cá nhân phải xem xét giữa tất cả các gói hàng có thể có thỏa mãn với ràng buộc của ngân sách (dựa trên tài sản hay thu nhập), và sau đó chọn một gói hàng sao cho có được mức hữu dụng tối ưu.⁴

Bảng 1.1 | Hàm hữu dụng logarit đối với mức độ tài sản

Mức độ (\$10,000)	$u(w) = \ln(w)$
1	0
2	0.6931
5	1.6094
7	1.9459
10	2.3026
20	2.9957
30	3.4012
50	3.9120
100	4.6052

Nếu chỉ có một món hàng hóa duy nhất nào đó, khi đó sự sắp xếp thứ tự dưới điều kiện chắc chắn sẽ không đáng kể. Điều này xuất phát từ chính sự không thỏa mãn, đơn giản nghĩa là nhiều hơn thì tốt hơn. Ví dụ cho một hàng hóa duy nhất, hàm hữu dụng thường được mô tả trong mối quan hệ với mức độ tài sản. Mặc dù về mặt toán học, một hàm hữu dụng có thể được cụ thể hóa theo những cách khác nhau, chúng ta sẽ sử dụng ví dụ là hàm logarit. Ở trường hợp này, độ hữu dụng xuất phát từ mức độ tài sản w là: $u(w) = \ln(w)$. Xem bảng 1.1. Trong bảng này, mức độ tài sản được tính theo đơn vị \$10,000. Có nghĩa là ứng với mức tài sản 1 là mức \$10,000, với mức tài sản 10 là \$100,000. Tương tự như với các mức tài sản khác.

Hình 1.1 | Hàm hữu dụng logarit

Hình 1.1 biểu diễn hàm hữu dụng này. Chú ý độ dốc trở nên thấp hơn khi mức độ tài sản tăng. Đối với một người có hàm hữu dụng này, sự gia tăng tài sản tại mức thu nhập thấp sẽ làm tăng mức hữu dụng cao hơn so với việc gia tăng tài sản ở mức thu nhập cao. Chúng ta sẽ quay lại mẫu hình này ở phần sau.

THÔNG TIN LIÊN QUAN

Kinh tế học tân cổ điển giả định rằng con người tối đa hóa mức hữu dụng của bản thân bằng việc sử dụng tất cả các thông tin để đưa ra sự lựa chọn. Dĩ nhiên, các nhà kinh tế học thừa nhận rằng thông tin hiếm khi có sẵn. Không những phải tốn phí để có được các thông tin này, mà còn phải tốn chi phí để so sánh, đánh giá và hiểu thông tin ngay cả khi đã có thông tin trong tay. Những sinh viên phải tốn rất nhiều thời gian học tập để hướng đến kết quả tốt ở những khóa học khó biết rõ là thông tin thì không miễn phí. Phần sau, chúng ta sẽ quay trở lại với chủ đề này và tìm hiểu cách thức xác định những thông tin nào là thông tin “liên quan” khi đưa ra các quyết định tài chính.

1.3 LÝ THUYẾT HỮU DỤNG KỲ VỌNG

Cho đến giờ này, chúng ta vẫn né tránh vấn đề về tính không chắc chắn. Trong thế giới thực, không có nhiều thứ mà chúng ta có thể đo đếm được một cách chắc chắn. Trong việc đưa ra quyết định tài chính, rõ ràng có sự không chắc chắn rất lớn trong kết quả đạt được.

Lý thuyết hữu dụng kỳ vọng (expected utility theory) được đưa ra bởi John Von Neumann và Oskar Morgenstern nhằm nỗ lực mô tả những hành vi hợp lý khi con người phải đối mặt với sự không chắc chắn⁵. Lý thuyết này cho rằng các cá nhân nên hành động theo một cách thức cụ thể khi phải đưa ra những quyết định quan trọng mà không có sự chắc chắn. Với cách tư duy này, lý thuyết hữu dụng kỳ vọng là lý thuyết “có tính chuẩn tắc - normative”, nghĩa là nó mô tả cách thức mà con người hợp lý nên hành xử. Điều này trái với lý thuyết “thực chứng - positive”, lý thuyết này cho thấy thực tế con người hành xử như thế nào.

Lý thuyết hữu dụng kỳ vọng thật ra được xây dựng để giải quyết **rủi ro** (risk) chứ không phải là **sự không chắc chắn** (uncertainty). Một tình huống rủi ro là tình huống mà trong đó bạn biết các kết quả là gì và ứng với mỗi kết quả, xác suất là bao nhiêu. Sự không chắc chắn xảy ra khi bạn không thể tính toán, phân chia được xác suất xảy ra các kết quả, ngay cả

khi bạn đã có một danh sách các kết quả có thể xảy ra. Frank Knight đã làm rõ sự khác biệt giữa rủi ro và sự không chắc chắn⁶ như sau:

Sự không chắc chắn phải được hiểu là khác biệt hoàn toàn với khái niệm rủi ro quen thuộc, nhưng hai khái niệm này chưa bao giờ được tách biệt đúng. Khái niệm “rủi ro”, thường được sử dụng dễ dãi trong đời sống hàng ngày cũng như trong những cuộc thảo luận kinh tế, thực tế bao gồm hai điều hoàn toàn khác biệt, ít nhất là về mặt chức năng, trong mối quan hệ nhân quả đối với các hiện tượng của tổ chức kinh tế... Sự thật cơ bản “rủi ro” có nghĩa trong một số trường hợp là một sự định lượng nhạy cảm với cách đo lường, trong khi trong một số trường hợp khác lại hoàn toàn không mang tính chất này; và trong trường hợp thứ hai có những sự khác biệt sâu rộng và chủ yếu trong mối quan hệ với các hiện tượng... Điều này đường như là sự không chắc chắn có thể đo lường được, hay chính là “rủi ro”, khái niệm mà chúng ta sử dụng. Khái niệm này khác xa so với khái niệm không thể đo lường và nó hoàn toàn không phải là sự không chắc chắn trong thực tế.

Rủi ro thì có thể đo lường bằng cách sử dụng xác suất, nhưng sự không chắc chắn thì không thể đo lường được. Trong khi, thực tế, chúng ta bắt đầu bằng việc cho rằng chúng ta đang đưa ra quyết định dựa trên sự không chắc chắn, mà thật ra chúng ta đang đưa ra quyết định dựa trên rủi ro.

Đối với hầu hết các mục đích, khi xem xét việc ra quyết định trong điều kiện rủi ro, chúng ta chỉ cần nghĩ đến mức tài sản. Để đơn giản, giả sử chỉ có hai tình trạng: mức tài sản thấp và mức tài sản cao. Mức thấp là \$50,000 và mức cao là \$1,000,000. Và giả định thêm rằng bạn có thể ấn định được xác suất xảy ra ứng với mỗi kết quả. Bạn khá lạc quan về tương lai, do đó bạn ấn định xác suất 40% cho mức tài sản thấp và 60% cho mức tài sản cao. Chính vì thế, một **triển vọng (prospect)** là một chuỗi các kết quả về mức tài sản, mỗi kết quả sẽ có một xác suất xảy ra⁷. Nếu gọi triển vọng này là P1 thì chúng ta có thể trình bày tình huống này theo cách thức thuận tiện sau:

1.2

P1(0.40, \$50,000, \$1,000,000)

Lưu ý rằng với hai kết quả, con số đầu tiên là xác suất xảy ra của kết quả đầu tiên và hai con số tiếp theo lần lượt là hai kết quả. Nếu chỉ có một con số \$ được cho, ví dụ P(0.30, \$100), thì giả định là kết quả thứ hai bằng “0”.

Có thể chỉ ra rằng nếu chúng ta đặt ra những giả định trên đây và một vài giả định khác mà hầu hết mọi người cho là hợp lý, có một quy trình

cho phép chúng ta đưa ra những lựa chọn phù hợp dựa trên kết quả có rủi ro. Tóm lại, quy trình này có liên quan đến việc tính toán giá trị kỳ vọng theo trọng số xác suất ứng của những mức hữu dụng khác nhau có thể có (tức hữu dụng kỳ vọng). Phụ lục của chương này đề cập đến các giả định cho phép chúng ta xếp hạng các kết quả dựa trên việc tối đa hóa mức hữu dụng kỳ vọng. Ngoài ra, cũng cung cấp phần chứng minh và mô tả một vài đặc điểm của hàm hữu dụng.

Chúng ta sử dụng ký hiệu $U(P)$ cho mức hữu dụng kỳ vọng của một triển vọng. Với triển vọng P_1 , mức hữu dụng kỳ vọng là $U(P_1)$:

1.3

$$U(P_1) = 0.40u(50,000) + 0.60u(1,000,000)$$

Với hàm hữu dụng logarit đã trình bày ở phần trước, mức hữu dụng kỳ vọng của triển vọng này là (dùng bảng 1.1):

1.4

$$U(P_1) = 0.40(1.6094) + 0.60(4.6052) = 3.4069$$

Mức hữu dụng kỳ vọng có thể được sử dụng để xếp hạng các lựa chọn có rủi ro vì nó có đạo hàm không đổi dấu (nghĩa là có tính thứ bậc). Có thể chỉ ra rằng với một cá nhân cụ thể, nó cũng có tính số học (cardinal), nghĩa là nó duy nhất chỉ biến đổi tuyến tính dương (positive linear transformation). Đặc trưng này được trình bày ở chương 3 với một vài minh chứng cụ thể.

Nếu một triển vọng nào đó được ưa thích hơn so với một triển vọng khác, thì mức hữu dụng tương ứng của nó sẽ cao hơn. Chúng ta hãy xem một triển vọng khác:

1.5

$$P_2(0.50, \$100,000, \$1,000,000)$$

So với P_1 , kết quả có giá trị thấp của P_2 bây giờ cao hơn (\$100,000 so với \$50,000). Ngược lại, xác suất xảy ra giá trị cao bây giờ lại thấp hơn (0.50 so với 0.60). Vì thế không rõ triển vọng nào được ưa thích hơn. Chúng ta hãy xem kết quả mức hữu dụng kỳ vọng của P_2 :

1.6

$$U(P_2) = 0.50(2.3026) + 0.50(4.6052) = 3.4539$$

Vì thế, nếu người nào đó sử dụng hàm hữu dụng logarit, thì họ sẽ thích P_2 hơn so với P_1 . Dĩ nhiên chúng ta cũng có thể chỉ ra một hàm hữu dụng khác cho thấy P_1 được ưa thích hơn P_2 .

1.4 THÁI ĐỘ ĐỐI VỚI RỦI RO

Có nhiều bằng chứng cho thấy tất cả mọi người đều muốn tránh né rủi ro trong hầu hết các tình huống. Tuy nhiên, người ta sẽ sẵn lòng chấp nhận rủi ro nếu họ được đền bù. Ví dụ, khi lựa chọn giữa hai chứng khoán có tỷ suất sinh lợi kỳ vọng như nhau, bạn sẽ đầu tư vào chứng khoán có rủi ro thấp hơn như hầu hết mọi người. Nếu bạn chấp nhận một hoạt động đầu tư mạo hiểm, bạn sẽ đòi hỏi một tỷ suất sinh lợi cao hơn để bù đắp cho rủi ro. Trong chương sau, chúng ta sẽ nói nhiều hơn về việc đánh đổi giữa rủi ro và tỷ suất sinh lợi. Nay giờ chúng ta hãy hướng đến vấn đề thái độ đối với rủi ro.

Hàm hữu dụng có ích cho việc mô tả sự ưa thích rủi ro. Với P_1 , giá trị kỳ vọng của mức tài sản được tính như sau:

$$1.7 \quad E(w) = 0.40(\$50,000) + 0.60(\$1,000,000) = \$620,000 = E(P_1)$$

Chú ý giá trị kỳ vọng của mức tài sản đồng nghĩa với giá trị kỳ vọng của triển vọng. Mức hữu dụng của giá trị kỳ vọng của mức tài sản được tính như sau:

$$1.8 \quad u(E(w)) = \ln(62) = 4.1271$$

Mặt khác, như chúng ta đã thấy, mức hữu dụng kỳ vọng là 3.4069, do vậy $u(E(w)) > U(P_1)$. Điều này cho thấy, một người nào đó, có sở thích được biểu diễn dưới dạng hàm hữu dụng logarit, sẽ ưa thích giá trị kỳ vọng của triển vọng đó hơn là chính triển vọng đó. Nói cách khác, nếu bạn có hàm hữu dụng logarit, bạn sẽ thích có \$620,000 hơn là một triển vọng có 40% cơ hội có \$50,000 và 60% cơ hội có \$1,000,000. Một người như vậy là người không thích rủi ro, và chúng ta nói rằng người này **e ngại rủi ro** (**risk averse**).

Hình 1.2 minh họa tình huống này. Trong hình chúng ta thấy rằng độ hữu dụng của mức tài sản kỳ vọng ($u(E(w)) = u(62) = 4.1271$) lớn hơn hữu dụng kỳ vọng của triển vọng ($U(P_1) = 3.4069$). Một người ngại rủi ro có một hàm hữu dụng lõm (concave), nghĩa là:

$$1.9 \quad u(E(P)) > U(P)$$

Sự ưa thích của một người như vậy hàm ý rằng mức hữu dụng của giá trị kỳ vọng của triển vọng thì lớn hơn mức hữu dụng kỳ vọng của triển vọng đó. Người này sẽ thích giá trị kỳ vọng của triển vọng đi kèm với sự chắc chắn hơn là một kết quả không chắc chắn. Ví dụ, một người ngại rủi

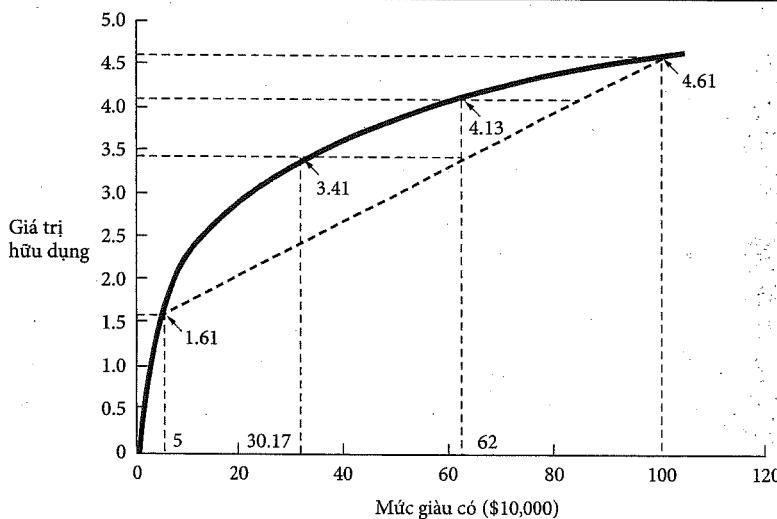
ro thích có chắc chắn \$620,000 hơn là một triển vọng với 40% cơ hội có \$50,000 và 60% cơ hội có \$1,000,000.

Một người ngại rủi ro sẽ sẵn sàng từ bỏ để đổi lấy sự chắc chắn. **Sự tương đương chắc chắn (certainty equivalent)** được định nghĩa là mức tài sản làm cho người ta quyết định thấy không có sự khác biệt giữa một triển vọng cụ thể và một mức tài sản chắc chắn. Trong trường hợp của P1 và hàm hữu dụng logarit, sự tương đương chắc chắn là \$301,700. Hình 1.2 cho thấy mức tài sản 30.17 (\$10,000) có mức hữu dụng bằng với mức hữu dụng kỳ vọng của triển vọng. Mức hữu dụng tương đương chắc chắn này bằng với mức hữu dụng kỳ vọng của triển vọng hay:

$$1.10 \quad u(30.17) = u(w) = U(P1) = 0.40(1.6094) + 0.60(4.6052) = 3.4069$$

Bạn sẽ từ bỏ \$318,300 trong giá trị kỳ vọng để đổi lấy triển vọng chắc chắn.

Hình 1.2 Hàm hữu dụng đối với một cá nhân ngai rủi ro



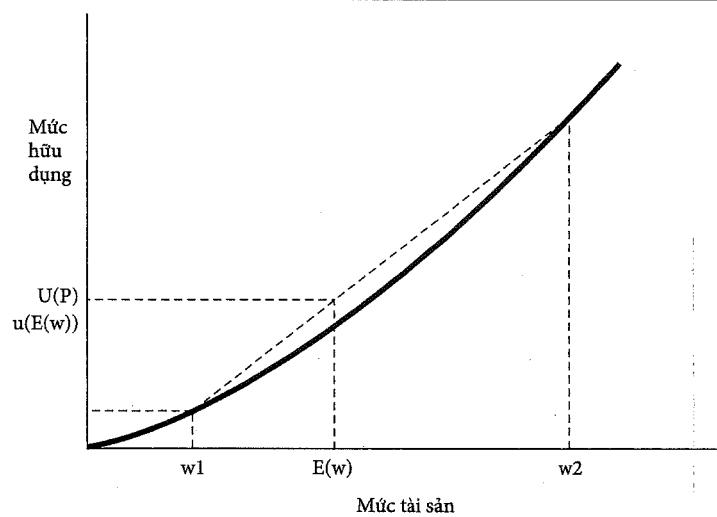
Chúng ta thường giả định rằng con người e ngại rủi ro, nhưng thực tế nhiều người đôi lúc lại ưa thích rủi ro. Những người này được gọi là **người tìm kiếm rủi ro (risk seeker)** và có một hàm hữu dụng lồi như sau:

1.11 $u(E(P)) < U(P)$

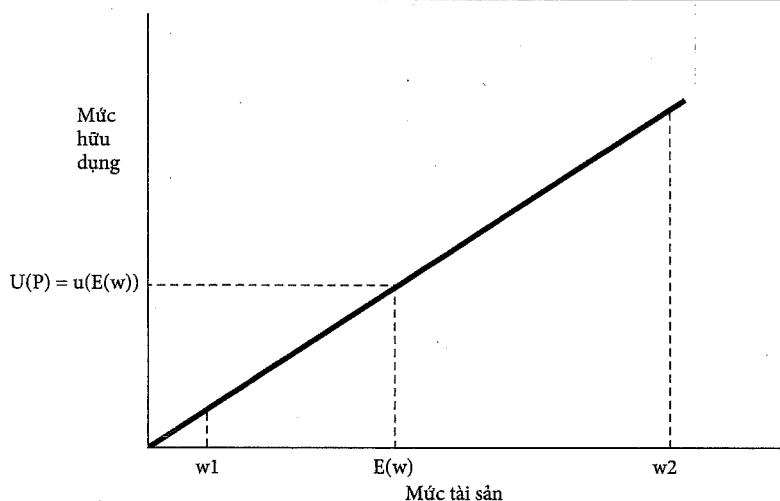
Đối với một người như vậy, mức hữu dụng của giá trị kỳ vọng của triển vọng thì nhỏ hơn mức hữu dụng kỳ vọng của triển vọng. Người này sẽ thích mạo hiểm với một trò chơi có kết quả không chắc chắn hơn so với

giá trị kỳ vọng của triển vọng chắc chắn. Hình 1.3 cho thấy mối quan hệ giữa độ hữu dụng của mức tài sản kỳ vọng và độ hữu dụng kỳ vọng của mức tài sản đối với những người ưa thích rủi ro. Đối với những người ưa thích rủi ro, mức tương đương chắc chắn của giá trị tài sản thì lớn hơn giá trị kỳ vọng. Trở lại với ví dụ ban đầu, một người ưa thích rủi ro sẽ thích một triển vọng với 40% cơ hội được \$50,000 và 60% cơ hội được \$1,000,000 hơn so với mức tài sản chắc chắn là \$620,000.

Hình 1.3 Hàm hữu dụng đối với người tìm kiếm rủi ro



Hình 1.4 Hàm hữu dụng đối với một cá nhân trung lập với rủi ro



Cuối cùng, những người trung lập (bàng quan) với rủi ro nằm ở giữa những người e ngại rủi ro và những người tìm kiếm rủi ro. Những người này chỉ quan tâm đến giá trị kỳ vọng và rủi ro không phải là vấn đề quan trọng. Đối với những người **bàng quan với rủi ro** (**risk neutral**), chúng ta có mẫu hình sau:

1.12

$$u(E(P)) = U(P)$$

Do vậy, mức hữu dụng của giá trị kỳ vọng của triển vọng sẽ bằng với mức hữu dụng kỳ vọng của triển vọng, xem hình 1.4. Một lần nữa, quay trở lại ví dụ ban đầu, một cá nhân trung lập với rủi ro sẽ không thấy có sự khác biệt giữa triển vọng với 40% cơ hội có \$50,000 và 60% cơ hội có \$1,000,000 và sự chắc chắn có \$ 620,000. Đối với người trung lập với rủi ro, sự tương đương chắc chắn của giá trị tài sản bằng với giá trị kỳ vọng của triển vọng.

1.5 NGHỊCH LÝ ALLAIS

Xuyên suốt cuốn sách này, chúng ta sẽ xem xét một số hành vi đã được quan sát cho thấy sự trái ngược với những dự đoán được đưa ra bởi các mô hình tài chính truyền thống. Bây giờ chúng ta sẽ xem xét một mâu thuẫn dai dẳng đối với lý thuyết hữu dụng kỳ vọng, mâu thuẫn đó được gọi là **nghịch lý Allais** (**Allais paradox**).⁸ Các cách tiếp cận khác đối với việc ra quyết định dựa trên sự không chắc chắn được phát triển vì các nhà nghiên cứu đã tìm ra điều này và những sự lệch hướng khác so với lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Công trình nghiên cứu nổi tiếng nhất chính là lý thuyết triển vọng của Daniel Kahneman và Amos Tversky, đó chính là nội dung chính của chương 3.⁹

Xem xét các lựa chọn triển vọng trong bảng 1.2. Trong trường hợp câu hỏi 1, chúng ta có thể lựa chọn giữa A và A*, trong khi đó, ở trường hợp câu hỏi 2, chúng ta có thể chọn giữa B và B*. Câu hỏi 1 và 2 được đặt ra đối với nhiều người. Bây giờ hãy dành một chút thời gian và trả lời mỗi câu hỏi. Đối với câu hỏi 1, bạn thích triển vọng A hay A*? Đối với câu hỏi 2, bạn thích triển vọng B hay B*?

Bạn có giống với nhiều người không? Đa số lựa chọn A hơn A* và B* hơn B. Bây giờ, chúng ta thấy rằng điều này vi phạm lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Nếu lý thuyết hữu dụng kỳ vọng được sử dụng để xếp hạng các kết quả, A được ưa thích hơn A*, tức là $U(A) > U(A^*)$:

14 CHƯƠNG 1

1.13 $U(A) = u(\$1,000,000) > 0.89u(\$1,000,000) + 0.1u(\$5,000,000) = U(A^*)$

Đơn giản hóa, chúng ta có:

1.14 $0.11u(\$1,000,000) > 0.1u(\$5,000,000)$

Một lần nữa, nếu lý thuyết hữu dụng kỳ vọng đúng, B^* được ưa thích hơn B , tức là: $U(B^*) > U(B)$, ngụ ý:

1.15 $0.1u(\$5,000,000) > 0.11u(\$1,000,000)$

Do $0.11u(\$1,000,000) > 0.1u(\$5,000,000)$ và $0.1u(\$5,000,000) > 0.11u(\$1,000,000)$ không thể đồng thời xảy ra, do đó các sự lựa chọn rõ ràng có mâu thuẫn.

Bảng 1.2 | Các lựa chọn triển vọng

Câu hỏi 1

Triển vọng A		Triển vọng A*	
\$1,000,000	100%	0	1%
		\$1,000,000	89%
		\$5,000,000	10%

Câu hỏi 2

Triển vọng B		Triển vọng B*	
0	89%	0	90%
\$1,000,000	11%	\$5,000,000	10%

John Conlisk đã nghiên cứu kỹ tính hiệu lực của nghịch lý Allais.¹⁰ Ông đã có một số thay đổi câu hỏi ở bảng 1.2 đối với sinh viên tham gia trong nghiên cứu của mình. Ông thấy rằng khi trình bày câu hỏi theo mẫu đã cho sinh viên thấy lựa chọn giữa A và B giống A* và B* như thế nào, các ví phạm mức hữu dụng kỳ vọng đã giảm đáng kể. Bảng 1.3 trình bày các câu hỏi giống ở bảng 1.2, nhưng dạng thức được thay đổi để minh họa cho vấn đề nghiên cứu. Có phải bạn vẫn đưa ra những lựa chọn giống như bảng 1.2 hay không? Câu hỏi 1 là: Bạn thích triển vọng A hay A*. Câu hỏi 2 là: Bạn thích triển vọng B hay B*?

Đối với câu hỏi 1, cả hai triển vọng đều có 89% cơ hội được \$1,000,000, vì vậy nó không đưa ra được cơ sở để thích A hay A*. Đối với câu hỏi 2, cả hai triển vọng đều có 89% xác suất rơi vào giá trị “0”, một lần nữa không

có cơ sở cho sự lựa chọn bởi vì cả hai triển vọng đều như nhau. Chú ý rằng sau khi loại bỏ những sự tương đồng đó, bây giờ các sự lựa chọn giữa triển vọng A và A* hoặc B và B* hoàn toàn giống nhau. Do đó, chúng ta nên chọn A và B hay A* và B*?. Không có sự trợ giúp, nhiều người có vẻ không hiểu cấu trúc của quyết định và đã chọn A và B*.

Bảng 1.3 | Tái xét các lựa chọn triển vọng

Câu hỏi 1

Triển vọng A		Triển vọng A*	
\$1,000,000	89%	\$1,000,000	89%
\$1,000,000	11%	0	1%
		\$5,000,000	10%

Câu hỏi 2

Triển vọng B		Triển vọng B*	
0	89%	0	89%
\$1,000,000	11%	0	1%
		\$5,000,000	10%

Nghịch lý Allais không phải là một vi phạm lý thuyết hữu dụng kỳ vọng duy nhất được phát hiện. Đôi khi các nhà nghiên cứu chứng minh được con người không đưa ra các quyết định hợp lý với các tiên đề của lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Ví dụ, những thất bại trong việc sắp xếp các kết quả dựa trên cơ sở nhất quán và sự thiếu tính bắc cầu cũng đã được tìm thấy.¹¹ Chúng ta cũng có thể chỉ ra rằng một tiên đề (Tiên đề 5, được trình bày ở Phụ lục) được hiểu như “sự độc lập về bối cảnh - context independence” có mâu thuẫn với nghịch lý Allais.

Để hiểu được mâu thuẫn này, hãy tìm hiểu phần sau. Giả sử một người thấy không có sự khác nhau giữa hai triển vọng, A và B. Nếu chúng ta xem xét một triển vọng khác, triển vọng C, sự độc lập có nghĩa là người này sẽ thấy không có sự khác nhau giữa trò chơi kết hợp A với C và trò chơi kết hợp B với C, với việc cố định xác suất xảy ra. Chúng ta có thể minh họa ý tưởng này như sau. Giả sử bạn đang tìm mua một chiếc ô tô mới và bạn đang cố gắng lựa chọn giữa Toyota và BMW. Chiếc BMW là chiếc ô tô tốt hơn, nhưng nó đắt hơn. Hai hội từ thiện đang bán vé số làm từ thiện với giá vé như nhau. Giải thưởng của vé số đầu là một chiếc BMW và giải thưởng của vé số thứ hai là một chiếc Toyota. Bây giờ giả sử bạn tin rằng mình có cơ hội lớn hơn sẽ trúng một chiếc Toyota, do đó thật sự

bạn không thấy có sự khác nhau giữa hai tấm vé số này. Giả sử bây giờ bạn xem xét tấm vé thứ ba với giải thưởng là một chiếc tivi mới. Giải khuyến khích là một tấm vé số có giải thưởng là một trong hai chiếc xe. Bởi vì bạn không thấy có sự khác nhau giữa hai tấm vé có giải thưởng là chiếc ô tô, bạn cũng sẽ thấy không có sự khác biệt giữa tấm vé BMW cộng với tấm vé có tivi và tấm vé Toyota cộng với tấm vé có tivi.

1.6 MẪU HÌNH

Những vấn đề liên quan đến việc ra quyết định có thể được trình bày bằng nhiều cách khác nhau và nhiều bằng chứng cho thấy quyết định của con người thì không giống nhau ứng với cách trình bày khác nhau. Nếu bạn được hỏi rằng bạn thích một ly nước với một nửa hay một ly nước đầy một nửa, hầu như mọi người sẽ thấy sự khác nhau một cách rõ ràng trong mẫu hình quyết định và cho rằng không có vấn đề gì cả. Một **mẫu hình** (frame) quyết định được định nghĩa là quan điểm của người ra quyết định đối với vấn đề và những kết quả có thể xảy ra. Một mẫu hình bị ảnh hưởng bởi cách trình bày và khả năng nhận biết các câu hỏi của cá nhân, cũng như tính cách của người đó. Đôi khi, các mẫu hình không rõ ràng, điều đó có nghĩa là chúng có thể đánh lừa người xem. Với lý do này, khi chúng ta trình bày một vấn đề được lựa chọn cho một người nào đó thì một sự thay đổi trong mẫu hình có thể dẫn đến những thay đổi trong quyết định của người đó, chúng ta thấy những lựa chọn trong bảng 1.2 và bảng 1.3. Đây chính là một sự vi phạm lý thuyết hữu dụng kỳ vọng, một lý thuyết dựa trên giả định con người có những lựa chọn hợp lý, bất chấp cách trình bày như thế nào.

Các nhà tâm lý học và kinh tế học đã chứng minh mẫu hình có ảnh hưởng đáng kể đến quyết định mà con người đưa ra, bao gồm cả những quyết định liên quan đến lĩnh vực tài chính.¹² Mẫu hình cho thấy những hàm ý quan trọng trong nhiều lĩnh vực tài chính hành vi và chúng ta sẽ quay trở lại với khái niệm quan trọng này trong chương 3 cũng như xuyên suốt cuốn sách này.

1.7 GIỚI THIỆU NHỮNG CHƯƠNG SAU

Trong phần sau cuốn sách này, chúng ta sẽ xem xét một mô hình hành vi cá nhân quan trọng khác, được gọi là lý thuyết triển vọng. Mặc dù lý thuyết triển vọng đã hỗ trợ các nhà nghiên cứu hành vi rất nhiều, nhưng phần lớn lý thuyết tài chính vẫn còn dựa trên lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Mặc dù các hành vi được quan sát cho thấy có sự mâu thuẫn với lý thuyết

hữu dụng kỳ vọng, nhưng lý thuyết này vẫn rất hữu ích trong việc xây dựng mô hình ra quyết định của cá nhân.

Bên cạnh việc tìm hiểu về hành vi cá nhân, chúng ta cũng quan tâm đến kết quả thị trường. Như đã nói trong phần mở đầu của chương này, giá trị hay giá cả của một tài sản được xác định trong một thị trường. Đối với việc phân tích các tài sản tài chính, hãy hình dung việc lập một danh sách tất cả các khoản thanh toán có thể có giống như lý thuyết hữu dụng kỳ vọng dự báo. Chương sau sẽ mô tả mô hình tài chính truyền thống có sử dụng giá trị trung bình và phương sai làm những biến lựa chọn.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Các mô hình tài chính hiện đại dựa trên các mô hình kinh tế học, và kinh tế học tân cổ điển là những mô hình chi phối.
2. Các giả định cơ bản của kinh tế học tân cổ điển là các cá nhân và doanh nghiệp đều quan tâm đến lợi ích của bản thân họ và cố gắng tối ưu hóa để có khả năng tốt nhất khi phải đối mặt với sự giới hạn về nguồn lực; giá trị (hay giá cả) của các hàng hóa cũng như tài sản được xác định trên các thị trường, phụ thuộc vào ảnh hưởng của cung và cầu; và con người có sự ưa thích hợp lý giữa các kết quả có thể xảy ra hay các trạng thái tự nhiên.
3. Hàm hữu dụng mô tả sự ưa thích và ấn định những con số cho các kết quả có khả năng xảy ra, vì thế những lựa chọn được ưa thích hơn ứng với những con số cao hơn.
4. Lý thuyết hữu dụng kỳ vọng được sử dụng để mô tả hành vi hợp lý khi con người đối mặt với sự không chắc chắn.
5. Hàm hữu dụng kỳ vọng rất hữu dụng khi mô tả sự ưa thích rủi ro. Một người ngại rủi ro sẽ thích giá trị kỳ vọng của triển vọng hơn là triển vọng đó. Một người tìm kiếm rủi ro sẽ thích triển vọng đó hơn so với giá trị kỳ vọng chắc chắn của triển vọng. Một người trung lập với rủi ro thì nhận thấy triển vọng và giá trị kỳ vọng của nó là như nhau.
6. Nghịch lý Allais là một ví dụ cho một sự vi phạm lý thuyết hữu dụng kỳ vọng.
7. Khuôn mẫu hoặc cách trình bày một triển vọng đôi khi sẽ tác động đến các lựa chọn của con người.

CÂU HỎI THẢO LUÂN

1. Cho biết sự khác nhau giữa các thuật ngữ/khái niệm sau đây:
 - a. Triển vọng và phân phối xác suất.
 - b. Rủi ro và sự không chắc chắn.
 - c. Hàm hữu dụng và hữu dụng kỳ vọng.
 - d. E ngại rủi ro, tìm kiếm rủi ro và trung lập với rủi ro.
2. Khi ăn ở ngoài, Rory thích spaghetti hơn hamburger. Tối hôm qua, cô ấy đã có một sự lựa chọn giữa spaghetti hoặc mì ống và pho-mát, và cô ấy lại quyết định chọn spaghetti. Tối trước, Rory có các lựa chọn spaghetti, bánh pizza và một bánh hamburger, và cô ấy đã chọn bánh pizza. Hôm nay, cô ấy thích chọn mì ống và pho-mát hơn bánh hamburger. Có phải lựa chọn của Rory trong ngày hôm nay cho thấy các sự lựa chọn của cô ấy phù hợp với tính hợp lý kinh tế hay không? Tại sao có hoặc tại sao không?
3. Xem xét một người với hàm hữu dụng đối với mức tài sản như sau: $u(w) = e^w$, trong đó $e = 2.7183$ và w là giá trị tài sản tính theo đơn vị \$100,000. Giả sử người này có 40% cơ hội có được \$50,000 và 60% cơ hội có được \$1,000,000: $P(0.40, \$50,000, \$1,000,000)$.
 - a. Giá trị tài sản kỳ vọng của người này là bao nhiêu?
 - b. Hãy vẽ đồ thị biểu diễn hàm hữu dụng này.
 - c. Người này e ngại rủi ro, tìm kiếm rủi ro hay trung lập với rủi ro?
 - d. Mức tương đương chắc chắn của người này đối với triển vọng trên là bao nhiêu?
4. Một cá nhân có hàm hữu dụng sau: $u(w) = w^{0.5}$ trong đó w là giá trị tài sản.
 - a. Sử dụng mức hữu dụng kỳ vọng, hãy sắp xếp các triển vọng sau theo mức độ ưu tiên, từ cao nhất đến thấp nhất:

$P1(0.8, 1,000, 600);$
 $P2(0.7, 1,200, 600);$
 $P3(0.5, 2,000, 300).$
 - b. Giá trị tương đương chắc chắn đối với triển vọng $P2$ là bao nhiêu?
 - c. Không cần tính toán, bạn hãy cho biết giá trị tương đương chắc chắn đối với $P1$ lớn hơn hay nhỏ hơn chính nó? Tại sao?
5. Xem xét hai vấn đề sau:

Vấn đề 1: Lựa chọn giữa triển vọng A và B.

Triển vọng A: \$2,500 với xác suất 33%,
\$2,400 với xác suất 66%,
0 với xác suất 1%.

Triển vọng B: \$2,400 chắc chắn 100%.

Vấn đề 2: Chọn giữa triển vọng C và D.

Triển vọng C: \$2,500 với xác suất 33%,

0 với xác suất 67%.

Triển vọng D: \$2,400 với xác suất 34%

0 với xác suất 66%.

Daniel Kahneman và Amos Tversky (1979, "Lý thuyết triển vọng: phân tích các quyết định trong điều kiện rủi ro – Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Tạp chí kinh tế - Econometrica* 47(2), 263-291) cho rằng con người sẽ chọn B đối với vấn đề 1 và C đối với vấn đề 2. Các lựa chọn này vi phạm lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Tại sao?

NHỮNG ĐIỀU KIỆN ĐÒI HỎI ĐỒI VỚI HÀM TRỌNG SỐ CỦA LÝ THUYẾT TRIỂN VỌNG

CHƯƠNG 1 PHỤ LỤC

Chúng ta sẽ bắt đầu với một số định nghĩa, sau đó là các tiên đề (giả định) cho lý thuyết hữu dụng kỳ vọng, tiếp theo là các nới lỏng giả định, và cuối cùng xem xét các đặc tính của hàm hữu dụng. Trong khi các triển vọng cho bên dưới hầu hết có hai kết quả có thể xảy ra, nhưng chúng ta có thể tạo ra ba hoặc nhiều kết quả hơn.

CÁC KHÁI NIÊM

- **Triển vọng chuẩn tương đương (equivalent standard prospect):** là triển vọng chuẩn P_0 , mà khi so sánh với một mức tài sản chắc chắn w^* thỏa $wL < w^* < wH$, thì người ra quyết định không thấy có sự khác biệt.
 - **Triển vọng kép (compound Prospect):** có ít nhất một triển vọng là một kết quả. Ví dụ như: P_C ($pr, P1, P2$) có hai triển vọng đóng vai trò là hai kết quả.
 - **Triển vọng tương đương hợp lý (rational equivalent prospect) (P_{RE}):** Giống như triển vọng kép. Nhưng trong một triển vọng tương đương hợp lý thì tất cả các kết quả là dưới dạng giá trị tài sản (không phải là triển vọng).
 - **Triển vọng kép chuẩn (standard compound prospect):** là một triển vọng kép nhưng chỉ có kết quả là triển vọng chuẩn.
 - **Triển vọng chuẩn tương đương hợp lý (standard rational equivalent prospect):** là triển vọng tương đương hợp lý kết hợp với triển vọng kép chuẩn. Do triển vọng chuẩn chỉ có w_H và w_L là các mức tài sản, một triển vọng chuẩn tương đương hợp lý cũng chỉ có w_H và w_L là các mức tài sản, điều này làm cho nó trở thành một triển vọng chuẩn.
 - U được thể hiện như sau:
- A1.1**
$$U = pr \times u1 + (1 - pr) \times u2$$
- Công thức cho thấy U là xác suất của w_H trong một triển vọng chuẩn tương đương hợp lý; trong đó pr là xác suất của triển vọng chuẩn đầu tiên; $u1$ là xác suất của w_H trong triển vọng

chuẩn đầu tiên; và u_2 là xác suất của w_H trong triển vọng chuẩn thứ hai.

- **Hữu dụng kỳ vọng (expected utility):** là một thuật ngữ khác

của U, điều này là hiển nhiên vì nếu chúng ta gọi u_1 và u_2 (xác suất của w_H trong triển vọng chuẩn) là các mức hữu dụng, thì U là giá trị kỳ vọng của các mức hữu dụng.

CÁC TIÊN ĐỀ CÂN THIẾT ĐỂ RÚT RA LÝ THUYẾT HỮU DỤNG KỲ VỌNG

- TIÊN ĐỀ 1 (Trật tự của các triển vọng):** Cho hai triển vọng bất kỳ, người ra quyết định luôn có thể nói rằng anh ta thích triển vọng này hơn triển vọng kia hoặc không có sự khác nhau giữa 2 triển vọng này. Hơn nữa, tính hoàn hảo và nhất quán phải đúng vững. Tính hoàn hảo có nghĩa là tất cả các triển vọng có thể xảy ra có thể được sắp xếp theo thứ tự ưu tiên và tính nhất quán (tính bắc cầu) có nghĩa là nếu bạn thích A hơn B, và thích B hơn C tức là bạn sẽ thích A hơn C.
- TIÊN ĐỀ 2 (Sự ưa thích gia tăng theo xác suất xảy ra):** Có hai triển vọng chuẩn P_{10} và P_{20} ứng với u_1 và u_2 , chúng ta có:

A1.2 Nếu $P_{10} > P_{20}$ thì $u_1 > u_2$

A1.3 Nếu $P_{10} \sim P_{20}$ thì $u_1 = u_2$
- TIÊN ĐỀ 3 (Các triển vọng chuẩn tương đương):** Với một mức thu nhập nào đó bất kỳ w^* nằm trong khoảng $(w_L; w_H)$, tồn tại một và chỉ một giá trị u^* sao cho:

A1.4 $w^* \sim P_0 (u^*, w_H, w_L)$

Chú ý hàm hữu dụng kỳ vọng $u(w)$ bị giới hạn từ 0 đến 1 sao cho: $u(w_L) = 0$ và $u(w_H) = 1$.

- TIÊN ĐỀ 4 (Sự tương đương hợp lý):** Cho một triển vọng kép chuẩn P_{SC} và cho một giá trị tương đương hợp lý chuẩn của nó (đây chính là triển vọng chuẩn của chính bản thân nó P_0), khi đó:

A1.5 $P_{SC} \sim P_0$

- TIÊN ĐỀ 5 (Sự độc lập với bối cảnh):** Một triển vọng P thường được mô tả như một triển vọng kép chuẩn P_{SC} , trong đó các mức tài sản của P được thay thế bằng những triển vọng chuẩn tương đương của chúng.

TÓM TẮT CHỨNG MINH

- Xem xét một triển vọng giả định $P(pr, w_1, w_2)$.
- Theo tiên đề 5, triển vọng này thì tương đương với một triển vọng kép chuẩn, tức là:

A1.6

$$P \sim P_{sc}$$

- Theo tiên đề 4, một triển vọng kép chuẩn thì tương đương với một triển vọng tương đương hợp lý chuẩn, là một triển vọng chuẩn cụ thể, tức là:

A1.7

$$P_{sc} \sim P_0$$

- Kết hợp tiên đề 5 và 4 chúng ta có thể nói rằng một triển vọng có thể luôn được mô tả giống như một triển vọng chuẩn:

A1.8

$$P \sim P_0$$

- Theo tiên đề 2, tất cả các triển vọng chuẩn (hay các triển vọng chuẩn tương đương hợp lý) có thể hoàn toàn được sắp xếp thông qua những giá trị u (hay U) khác nhau.
- Do đó, tất cả các triển vọng đều có thể được sắp xếp theo thứ tự.
- Và trật tự sắp xếp này được xác định bởi U .
- Và vì U chính là mức hữu dụng kỳ vọng của triển vọng, điều đó có nghĩa là tất cả các triển vọng có thể được sắp xếp theo mức hữu dụng kỳ vọng.

ĐẶC ĐIỂM CỦA HÀM HỮU DỤNG

- Tiêu đề 2 cho thấy rằng $u(w)$ là một hàm tăng. Các mức tài sản cao hơn sẽ tương đương với những triển vọng chuẩn có xác suất của wH cao hơn. Hay chúng ta có thể nói mức tài sản cao hơn sẽ dẫn đến mức hữu dụng cao hơn.
- Thông thường hàm hữu dụng u được giả định là liên tục và $u' < 0$ (tức hàm có dạng lõm). Như thảo luận trong phần nội dung của chương, điều này có nguồn gốc từ việc quan sát và thấy rằng hầu hết mọi người ở hầu hết mọi khi đều ngại rủi ro. Ngại rủi ro có nghĩa là giá trị tương đương chắc chắn, chính xác là một mức tài sản chắc chắn sao cho bạn cảm thấy không có sự khác nhau giữa mức tài sản này và một triển vọng cụ thể, sẽ nhỏ hơn giá trị kỳ vọng của mức tài sản của triển vọng đó.
- Hàm hữu dụng có tính số học và là duy nhất đối với giá trị wH và wL . Đây chính là sự trái ngược với việc chỉ là tính thứ bậc của mức hữu dụng trong điều kiện chắc chắn (Hãy nghĩ về một nhóm đường băng quan: giá trị hữu dụng được gán cho mỗi

- đường sẽ không có liên quan nếu đường bằng quan cao hơn có giá trị hữu dụng cao hơn).
- Có thể thấy rằng việc thay đổi wH và wL sẽ dẫn đến các hàm hữu dụng khác nhau (về mặt số học). Tuy nhiên, tất cả hàm hữu dụng đối với một cá nhân cụ thể là duy nhất chỉ biến đổi tuyến tính dương.

CHÚ THÍCH

1. Trong chương kế tiếp, chúng ta sẽ thảo luận liệu mức giá (mà một chứng khoán được giao dịch trên thị trường) và giá trị (giá trị thực hay “nội tại” của chứng khoán) có luôn bằng nhau hay không.
2. E.R.Weintraub liệt kê những giả định của kinh tế học tân cổ điển tại:<http://www.econlib.org/library/enc/NeoclassicalEconomics.html>(18/6/2008)
3. Điều này là trong trường hợp một thời kỳ. Đối với trường hợp đa thời kỳ, con người nên tối đa hóa hữu dụng liên thời gian (liên quan đến việc đánh đổi sự thỏa mãn ở hiện tại với tương lai) và các công ty nên tối đa hóa giá trị doanh nghiệp (through qua hành động của nhà quản lý).
4. Varian, H. R., 2005, *Intermediate Microeconomics: A Modern Approach*, 7th ed. (W.W. Norton, New York).
5. Xem von Neumann, J., and O. Morgenstern, 1944, *Theory of Games and Economic Behavior* (Princeton University Press,
6. Princeton, New Jersey).
6. Knight, F. H., 1921, *Risk, Uncertainty, and Profit* (Houghton Mifflin Company, Boston). Reprinted 1967, quote on page 19 in Chapter 1.
7. Đôi khi thuật ngữ “xổ số” được dùng thay cho “triển vọng”. Chúng ta sẽ giữ nguyên thuật ngữ này cho những triển vọng bất đối xứng, nghĩa là những triển vọng có xác suất của kết quả tốt là rất thấp.
8. Nghịch lý Allais là một vấn đề khi lựa chọn các triển vọng, được đề xuất lần đầu bởi Maurice Allais trong Allais, M., 1953, “L’Extension des théories de l’équilibre économique général et du rendement social au cas du risque,” *Econometrica* 21(2), April, 269–290. Ở đây trình bày theo Conlisk, J., 1989, “Three variants on the Allais example,” *American Economic Review* 79(3), June, 392–407.
9. Xem Kahneman, D., and A. Tversky, 1979, “Prospect theory: An analysis of decision under risk,” *Econometrica* 47(2), 263–291.

10. Conlisk, J., 1989, "Three variants on the Allais example," *American Economic Review* 79(3), June, 392–407.
11. Xem lại các tiên đề của lý thuyết hữu dụng kỳ vọng và những vi phạm của nó trong Fishburn, P. C., 1988, "Expected utility: An anniversary and a new era," *Journal of Risk and Uncertainty* 1(3), September, 267–283.
12. Xem Tversky, A., and D. Kahneman, 1981, "The framing of decisions and the psychology of choice," *Science* 211, January, 453–458.

NỀN TẢNG TÀI CHÍNH II: ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN, THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ VÀ CÁC MỐI QUAN HỆ ĐẠI DIỆN

CHƯƠNG

2

2.1 GIỚI THIỆU

Trong tài chính, chúng ta nghiên cứu cách thức các cá nhân và tổ chức tạo dựng và phân bổ nguồn lực trong bối cảnh tồn tại rủi ro. Mặc dù trước đây, các nhà kinh tế tài chính từng xem xét sự ảnh hưởng của yếu tố tâm lý, nhưng trong vài thập kỷ gần đây ngành tài chính đã rời xa khỏi ngành khoa học xã hội và có khuynh hướng được xem như là ngành khoa học tự nhiên. Trong khoa học tự nhiên, vạn vật luôn tuân theo những quy tắc trật tự tự nhiên. Theo lý luận này, những quyết định tài chính thường được mô hình hóa dựa trên các giả định về hành vi của cá nhân và thị trường.

Trong chương này, chúng ta thảo luận ba lý thuyết trung tâm của tài chính hiện đại. Trong phần 2.2, mô hình định giá tài sản vốn (CAPM - Capital Asset Pricing Model), mô tả cách thức định giá các tài sản trong thị trường, sẽ được trình bày. Trước khi mô hình này xuất hiện, mặc dù những người quan sát cũng thừa nhận rằng các tài sản có nhiều rủi ro sẽ được định giá để tính trên trung bình, các tài sản này sẽ kiếm được tỷ suất sinh lợi cao hơn so với các tài sản ít rủi ro nhằm bù đắp cho các rủi ro phát sinh, nhưng không có mô hình chính xác để mô tả sự đánh đổi giữa rủi ro và tỷ suất sinh lợi. Tiếp theo, trong phần 2.3, chúng tôi xem xét các **giả thuyết thị trường hiệu quả** (EMH - Efficient markets hypothesis), hay còn gọi là, **sự hiệu quả của thị trường** (market efficiency), khẳng định giá tài sản phản ánh thông tin khiến cho tỷ suất sinh lợi thặng dư không xuất hiện. Tính hiệu lực của EMH

thường bị chỉ trích bởi những người đề xuất lý thuyết tài chính hành vi, cho rằng sự bất hợp lý trong hành vi cá nhân có tác động đến kết quả thị trường. Cuối cùng, trong phần 2.4, chúng ta xem xét đến lý thuyết đại diện (agency theory), cho rằng những xung đột lợi ích có tác động quan trọng đối với lý thuyết tài chính doanh nghiệp.

2.2 ĐỊNH GIÁ RỦI RO

Ở chương trước, chúng ta đã xem xét lại lý thuyết hữu dụng kỳ vọng, trong đó các cá nhân khi phải đối mặt với sự không chắc chắn sẽ tối đa hóa hữu dụng kỳ vọng giữa tất cả các khả năng có thể xảy ra. Tuy nhiên, đối với một tài sản tài chính, các kết quả có khả năng xuất hiện trong tương lai thì nhiều vô kể, điều này là không thể kiểm soát được. May mắn thay, lý thuyết định giá tài sản cung cấp cách thức để định lượng mức độ đánh đổi giữa tỷ suất sinh lợi và rủi ro. Trước khi chính thức xem xét các tài sản được định giá như thế nào, chúng ta sẽ thảo luận mức độ đánh đổi giữa rủi ro và tỷ suất sinh lợi có thể được đo lường như thế nào.

RỦI RO VÀ TỶ SUẤT SINH LỢI CỦA CÁC TÀI SẢN RIÊNG LẺ

Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại (modern portfolio theory) đưa đến một phương pháp thực hành, giả định các nhà đầu tư e ngại rủi ro và sở thích của họ được xác định bằng giá trị trung bình và phương sai của tỷ suất sinh lợi. Vì lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại dựa trên số liệu thống kê, nên lý thuyết này dựa trên thực nghiệm và các biến số có khả năng đo lường được. Chúng ta có thể cho rằng tỷ suất sinh lợi trên tài sản là một biến số ngẫu nhiên. Nói cách khác, mặc dù tỷ suất sinh lợi trên tài sản ở giai đoạn tiếp theo không hoàn toàn có thể dự báo, nhưng nó có thể được xác định bởi một phân phối xác suất. Một tham số đo lường phân phối này là **giá trị kỳ vọng (expected value)** của tỷ suất sinh lợi, ký hiệu là $E(R_i)$, trong đó $E(\cdot)$ có nghĩa là kỳ vọng. Giá trị kỳ vọng là một dạng trung bình phân phối. Nếu lấy ra vô số mẫu từ phân phối này thì giá trị trung bình của các quan sát trên sẽ hội tụ về giá trị kỳ vọng. Trong khi các nhà đầu tư quan tâm đến tỷ suất sinh lợi có thể có, chúng ta biết rằng họ cũng quan tâm đến yếu tố rủi ro. Các nhà đầu tư không thể đồng nhất giữa hai tài sản có cùng tỷ suất sinh lợi nhưng rất khác nhau về mức độ rủi ro.

Với cùng một mức tỷ suất sinh lợi mong đợi, nhà đầu tư sẽ ưa thích những tài sản có lợi nhuận chắc chắn hoặc có ít sự không chắc chắn. Mặc dù có nhiều cách khác để đo lường sự không chắc chắn, đối với một tài

sản cụ thể, nhưng phương sai hay còn lại sự phân tán từ giá trị trung bình là thước đo phổ biến nhất. Vì **phương sai (variance)** của tỷ suất sinh lợi, ký hiệu là σ_i^2 , thể hiện bình phương độ lệch so với giá trị trung bình, nên độ lệch của các điểm nằm ở phía trên hoặc phía dưới giá trị trung bình đều được tính toán như nhau. Độ lệch chuẩn (**standard deviation**) của tỷ suất sinh lợi (σ_i) đơn giản là căn bậc hai của phương sai. Phương sai và độ lệch chuẩn là đại diện cho rủi ro, và cả hai thước đo này có ý nghĩa như nhau khi xếp hạng rủi ro của chứng khoán.

Khi xem xét độc lập một tài sản, lưu ý rằng nhà đầu tư rất muốn biết tỷ suất sinh lợi mong đợi tương lai và phương sai của tỷ suất sinh lợi này. Những thông số trên từ phân phối của tỷ suất sinh lợi là không thể quan sát được. Vì vậy, trong các ứng dụng tài chính và nghiên cứu thực nghiệm, giá trị trên thường được ước lượng bằng dữ liệu quá khứ.¹ Chúng ta thường sử dụng một mẫu dữ liệu, được thu thập từ quá khứ, để thực hiện mục đích này. Với n quan sát về tỷ suất sinh lợi của tài sản i , **tỷ suất sinh lợi trung bình (mean return)** được tính toán như sau:

2.1

$$\bar{R}_i = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n R_{i,t}$$

Tỷ suất sinh lợi trung bình là ước lượng tốt nhất của chúng ta về giá trị kỳ vọng phân phối của tỷ suất sinh lợi. **Phương sai mẫu (sample variance)** của tỷ suất sinh lợi là:

2.2

$$s_i^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_{i,t} - \bar{R}_i)^2$$

Và **độ lệch chuẩn mẫu (sample standard deviation)** của tỷ suất sinh lợi là:

2.3

$$s_i = \sqrt{s_i^2}$$

Phương sai mẫu và độ lệch chuẩn mẫu là những giá trị ước lượng (của phân phối) của phương sai và độ lệch chuẩn mẫu thực tế. Với các thước đo nói trên về tỷ suất sinh lợi trung bình và rủi ro, nhà đầu tư có thể so sánh mức độ đánh đổi giữa rủi ro và tỷ suất sinh lợi, tuy nhiên chúng ta sẽ sớm thấy rằng tìm hiểu về rủi ro thì còn phức tạp hơn một chút.

RỦI RO VÀ TỶ SUẤT SINH LỢI CỦA DANH MỤC CÁC TÀI SẢN

Các nhà đầu tư thông minh hiểu rằng rủi ro của danh mục đầu tư không đơn giản chỉ là rủi ro trung bình của những tài sản trong danh mục đầu tư. Điều này là bởi vì bằng cách kết hợp các tài sản trong danh mục, nhà đầu tư có thể loại bỏ một số, nhưng không phải tất cả, tính biến động. Câu ngạn ngữ cổ khuyên rằng, “không nên đặt tất cả trứng vào một giỏ”. Đây là nguyên tắc **đa dạng hóa (diversification)**. Các nhà lý luận tài chính đã chứng minh đây là một yếu tố quan trọng khi thiết lập chiến lược đầu tư.

Làm thế nào để chúng ta biết bao nhiêu tính biến động có thể được loại bỏ bằng cách kết hợp hai tài sản trong danh mục đầu tư? Câu trả lời nằm ở cách thức kết hợp hai loại tài sản. Miễn là tỷ suất sinh lợi của tài sản không di chuyển cùng hướng với nhau, tính biến động sẽ giảm xuống. Các công cụ thống kê đo lường mối liên hệ giữa các biến số ngẫu nhiên là **hiệp phương sai (covariance)** và **hệ số tương quan (correlation)**. Khi một biến số có xu hướng nằm phía trên (phía dưới) giá trị trung bình và đồng thời lúc đó một biến số khác cũng có xu hướng nằm phía trên (phía dưới) giá trị trung bình, hiệp phương sai và hệ số tương quan giữa hai biến số sẽ mang giá trị dương. Nếu hai biến số có khuynh hướng di chuyển ngược chiều nhau, hiệp phương sai và hệ số tương quan mang giá trị âm. Hiệp phương sai của mẫu bao gồm n tỷ suất sinh lợi của tài sản i và j là:

2.4

$$\hat{\sigma}(R_i, R_j) = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_{i,t} - \bar{R}_i)(R_{j,t} - \bar{R}_j)$$

Tương quan mẫu là hiệp phương sai mẫu chia cho các độ lệch chuẩn (mẫu) tỷ suất sinh lợi của mỗi tài sản hay:

2.1

$$\widehat{\rho}_{i,j} = \frac{\hat{\sigma}(R_i, R_j)}{s_i s_j}$$

Lưu ý rằng các tham số đúng của phân phối (hiệp phương sai và hệ số tương quan) được ký hiệu là $\sigma(R_i, R_j)$ và $\rho_{i,j}$ (đơn thuần là loại bỏ các ký hiệu “mũ”). Hệ số tương quan luôn có giá trị nằm giữa -1.0 và 1.0, trong khi hiệp phương sai có thể là bất cứ giá trị âm hay dương nào.

Bằng thước đo nhận biết tỷ suất sinh lợi của hai tài sản có di chuyển cùng hướng (hoặc ngược hướng) với nhau hay không, chúng ta có thể

tính toán tỷ suất sinh lợi trung bình và phương sai của danh mục đầu tư gồm hai tài sản. Tỷ suất sinh lợi của danh mục đầu tư đơn giản là bình quân có trọng số tỷ suất sinh lợi trung bình của mỗi tài sản, trong đó trọng số (w_i) thể hiện tỷ lệ phần trăm số tiền đầu tư vào từng loại tài sản trong danh mục:

2.6

$$\overline{R_p} = w_i \overline{R_i} + w_j \overline{R_j}$$

Tất nhiên tổng các tỷ trọng phải bằng 1.0 (thể hiện cho 100%) vì tiền của nhà đầu tư phải được đầu tư vào một nơi nào đó. Phương sai mẫu của tỷ suất sinh lợi danh mục đầu tư là:

2.7

$$s_p^2 = w_i^2 s_i^2 + w_j^2 s_j^2 + 2w_i w_j \hat{\rho}_{i,j} s_i s_j$$

Chỉ cần hệ số tương quan nhỏ hơn 1.0, độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lợi của danh mục đầu tư sẽ thấp hơn bình quân trọng số độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lợi của hai tài sản. Liệu những biểu thức trên có tương tự trong trường hợp có nhiều hơn hai tài sản? Ví dụ, nếu chúng ta có ba tài sản, tỷ suất sinh lợi trung bình được tính như sau:

2.8

$$\overline{R_p} = w_i \overline{R_i} + w_j \overline{R_j} + w_k \overline{R_k}$$

Và phương sai được tính theo công thức:

2.9

$$s_p^2 = w_i^2 s_i^2 + w_j^2 s_j^2 + w_k^2 s_k^2 + 2w_i w_j \hat{\rho}_{i,j} s_i s_j + 2w_i w_k \hat{\rho}_{i,k} s_i s_k + 2w_j w_k \hat{\rho}_{j,k} s_j s_k$$

Khi nhiều tài sản được bổ sung vào danh mục đầu tư, biểu thức sẽ mở rộng theo cách tương tự, và tính biến động tăng thêm được loại bỏ thông qua đa dạng hóa - và tới một giới hạn nào thì chúng ta sẽ thảo luận ngay sau đây.²

DANH MỤC ĐẦU TƯ TỐI UU

Chúng ta đã tóm lược lại cách để tính toán tỷ suất sinh lợi và độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi đối với một danh mục đầu tư. Bây giờ chúng ta sẽ xem lý thuyết tài chính cho chúng ta biết nhà đầu tư nên lựa chọn danh mục như thế nào. Trong phần trước, chúng ta xem xét các thống kê mẫu cho tỷ suất sinh lợi danh mục đầu tư là ($\overline{R_p}$, s_p^2). Nhưng khi lựa chọn danh mục đầu tư tối ưu, điều quan trọng là sử dụng các dạng phân

phối tạo ra tỷ suất sinh lợi trong tương lai, và chúng ta cần nhớ rằng ước lượng mẫu trong quá khứ chỉ là ước lượng cho các tham số của phân phối thực. Do đó, công việc của chúng ta bây giờ dựa trên tỷ suất sinh lợi mong đợi của phân phối thực thay vì tỷ suất sinh sinh lợi mẫu và phương sai của phân phối thực chứ không phải là phương sai mẫu ($E(R_p)$, σ_p^2).³

Để đơn giản, giả sử chỉ có hai cổ phiếu và một tài sản phi rủi ro trong thị trường. Các cổ phiếu được sở hữu trong danh mục là của tập đoàn High Tech và tập đoàn Low Tech và tài sản phi rủi ro có thể được hiểu là việc đầu tư vào trái phiếu chính phủ ngắn hạn (như trái phiếu kho bạc Mỹ) hoặc tiền gửi tại ngân hàng.⁴ Thông tin cho ba cơ hội đầu tư được tóm tắt trong bảng 2.1. High Tech có tỷ suất sinh lợi dự kiến cao nhất là 15%, nhưng độ biến động của tỷ suất sinh lợi cũng cao nhất với độ lệch chuẩn là 30%. Low Tech nằm ở giữa với tỷ suất sinh lợi dự kiến là 8% và độ lệch chuẩn là 10%. Tài sản phi rủi ro có tỷ suất sinh lợi thấp (4%), nhưng không có rủi ro. Tỷ suất sinh lợi của High Tech và Low Tech có tương quan âm. Trong ví dụ của chúng ta, tỷ suất sinh lợi của tài sản phi rủi ro là chắc chắn và không tương quan với tỷ suất sinh lợi các tài sản khác.⁵ Lưu ý rằng độ biến động của tỷ suất sinh lợi bằng 0 có nghĩa rằng, đây là một khoản đầu tư phi rủi ro.

Bảng 2.1 | Tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu High Tech và Low Tech

	Tỷ suất sinh lợi mong đợi	Độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi
High Tech (HT)	15%	30%
Low Tech (LT)	8%	10%
Tài sản phi rủi ro (RF)	4%	0%
Tương quan giữa HT và LT		-0.10
Tương quan giữa HT và RF		0
Tương quan giữa LT và RF		0

Giả sử bạn đang xem xét đầu tư vào một danh mục gồm hai cổ phiếu nói trên, High Tech và Low Tech. Sử dụng các công thức được trình bày trong phần trước với các thông số phân phối được sử dụng thay cho ước lượng mẫu, chúng ta có thể tính toán tỷ suất sinh lợi và độ biến động của danh mục gồm hai cổ phiếu là High Tech và Low Tech. Ví dụ, giả sử bạn đầu tư 40% ngân quỹ vào cổ phiếu High Tech và 60% vào cổ phiếu Low Tech. Tỷ suất sinh lợi mong đợi của danh mục đầu tư là:

2.10

$$E(R_p) = 0.40(0.15) + 0.60(0.08) = 0.108$$

Và phương sai của danh mục đầu tư là:

2.11

$$\sigma_p^2 = 0.40^2 0.30^2 + 0.60^2 0.10^2 + 2(0.40)(0.60)(-0.10)(0.30)(0.10)$$

$$= 0.0166$$

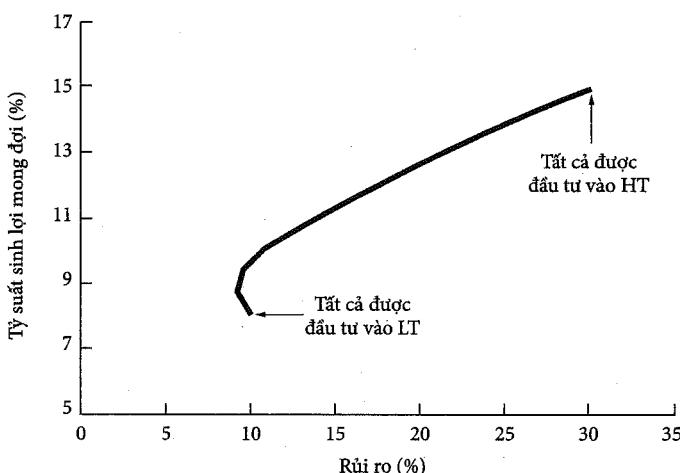
Lấy căn bậc hai của phương sai cho ra giá trị của độ lệch chuẩn là 0.1288 (hay 12.88%). Chú ý rằng độ lệch chuẩn của danh mục thấp hơn bình quân trọng số độ lệch chuẩn của mỗi cổ phiếu.⁶ Điều này cho thấy danh mục đã đạt được lợi ích từ việc đa dạng hóa.

Mặc dù lợi ích đa dạng hóa là rõ ràng, nhưng chúng ta vẫn không biết nên đầu tư bao nhiêu vào mỗi cổ phiếu nói trên. Mở rộng ra, nếu có nhiều cổ phiếu để lựa chọn, chúng ta nên đầu tư bao nhiêu vào mỗi cổ phiếu? Ở đây chúng ta bắt đầu xem xét đến đường biên hiệu quả (hay tập hợp hiệu quả).⁷ Chúng ta bắt đầu với hình 2.1. Trong hình này và hai hình kế tiếp, rủi ro được thể hiện bởi độ lệch chuẩn (của tỷ suất sinh lợi danh mục đầu tư). Hình 2.1 mô tả tất cả các kết hợp có thể xảy ra giữa rủi ro - tỷ suất sinh lợi của High Tech và Low Tech. Đường cong trong hình được xây dựng bằng cách thay đổi tỷ trọng đầu tư cho từng tài sản và tính toán lại tỷ suất sinh lợi và độ lệch chuẩn kỳ vọng. Độ cong của mối quan hệ này bắt nguồn từ hệ số tương quan giữa hai chứng khoán: tương quan càng thấp, độ cong càng lớn.

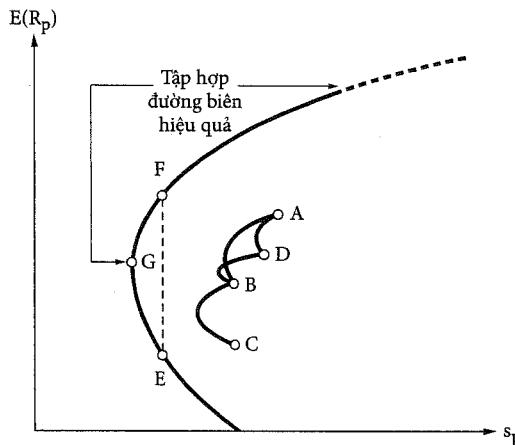
Các nhà đầu tư thực sự có hàng ngàn cơ hội đầu tư có rủi ro. Nếu chúng ta xem xét tất cả các kết hợp của các chứng khoán (và hiển nhiên là có vô số các kết hợp), thì đồ thị mô tả tất cả những kết hợp này sẽ có hình dạng của một khối cong, đôi khi được so sánh với hình “viên đạn – bullet”. Quan sát hình 2.2, chú ý đến các khoản đầu tư riêng lẻ (A-D) và một số danh mục đầu tư (E-G). Theo các thức như hình 2.1, nếu chúng ta kết hợp các khoản đầu tư riêng lẻ thành từng cặp, chúng ta sẽ có sự đa dạng hóa được thể hiện ở trên (và bên trong) đường cong đánh đổi giữa rủi ro – tỷ suất sinh lợi. Bằng cách kết hợp nhiều tài sản, chúng ta thậm chí còn làm được tốt hơn. Khi chúng ta di chuyển càng ra xa về phía bên trái (như danh mục đầu tư E-G), chúng ta đã đạt đến “đường biên” của viên đạn. Các điểm nằm phía trên và bên phải của điểm có rủi ro thấp nhất (chính là đầu của viên đạn, hoặc là danh mục G) là một phần của đường cong gọi là **đường biên hiệu quả (efficient frontier)**.⁸ Đường biên hiệu quả thể hiện tập

hợp các danh mục đầu tư có tỷ suất sinh lợi mong đợi cao nhất tại một mức rủi ro nhất định. Không có nhà đầu tư nào chọn một danh mục đầu tư nằm dưới đường cong bởi vì danh mục này sẽ không được tối ưu (nghĩa là, tồn tại một danh mục đầu tư i có mức độ rủi ro tương tự, nhưng tỷ suất sinh lợi cao hơn.) Do đó, tất cả các nhà đầu tư hợp lý sẽ chọn một danh mục nằm trên đường biên hiệu quả.

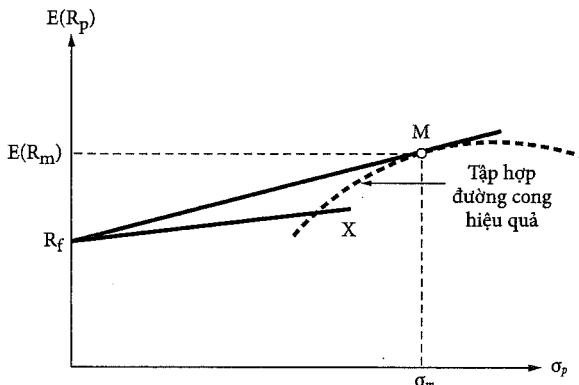
Hình 2.1 Rủi ro và tỷ suất sinh lợi đối với HT và LT



Khi có nhiều tài sản được bổ sung vào danh mục, nhà đầu tư có thể loại bỏ nhiều rủi ro hơn vì các tài sản hiếm khi di chuyển cùng hướng, hay nói cách khác, hệ số tương quan hầu như luôn nhỏ hơn một đối với các cặp tài sản rủi ro. Chúng ta gọi các rủi ro có thể được loại bỏ là **rủi ro có thể đa dạng hóa** (*diversifiable risk*) hoặc **rủi ro không hệ thống** (*nonsystematic risk*). Rủi ro có thể được đa dạng hóa là đặc trưng của từng loại tài sản. Đối với một cổ phần thường, điều này sẽ phản ánh các đặc điểm riêng biệt của công ty. Những rủi ro mà chúng ta không thể loại bỏ được gọi là **rủi ro không thể đa dạng hóa** (*nondiversifiable risk*) hoặc **rủi ro hệ thống** (*systematic risk*). Rủi ro hệ thống là chung cho tất cả các tài sản rủi ro trong hệ thống, nên chúng ta không thể đa dạng hóa nó cho dù bổ sung bao nhiêu cổ phiếu vào danh mục đầu tư. Nếu chúng ta thêm giả định rằng tất cả các nhà đầu tư có kỳ vọng giống nhau, hay kỳ vọng thuần nhất – homogeneous expectation, thì tất cả các nhà đầu tư sẽ có cùng một đường biên hiệu quả.

Hình 2.2 Tập hợp hiệu quả

Bây giờ chúng ta biết rằng chỉ nên xem xét các danh mục đầu tư nằm dọc theo đường biên hiệu quả. Nhưng, chính xác là bạn muốn danh mục nào?⁹ Bạn có thể tìm thấy một nhà đầu tư mà mục tiêu chính là loại trừ rủi ro nhiều nhất có thể, và người này sẽ xác định vị trí danh mục ngay trên điểm rủi ro thấp nhất. Tuy nhiên, hầu hết chúng ta không e ngại rủi ro đến mức đó. Các nhà đầu tư nhận ra sự đánh đổi giữa rủi ro và tỷ suất sinh lợi, và phụ thuộc vào thái độ rủi ro của họ, có thể sẵn sàng chấp nhận một số rủi ro để tìm kiếm tỷ suất sinh lợi cao hơn. Một nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận rủi ro tăng thêm để tạo ra một tỷ suất sinh lợi cao hơn sẽ chọn một điểm nằm phía bên phải của danh mục rủi ro thấp nhất trên đường biên hiệu quả. Khi chúng ta kết hợp tài sản phi rủi ro vào danh mục, chúng ta thấy rằng chỉ có một danh mục các tài sản rủi ro mà các nhà đầu tư sẽ lựa chọn. Thêm tài sản phi rủi ro là giống như thêm một cơ chế trao đổi, cho phép các nhà đầu tư vay, cho vay tất cả tùy theo họ muốn với tỷ suất sinh lợi phi rủi ro. Với khả năng vay và cho vay, chúng ta tạo nên **sự phân cách hai nguồn** (*two-fund separation*). Sự phân cách có nghĩa là các nhà đầu tư tối đa hóa lợi ích bằng cách kết hợp tài sản phi rủi ro với một danh mục gồm các tài sản rủi ro. Bởi vì tỷ suất sinh lợi của tài sản phi rủi ro là không tương quan với tỷ suất sinh lợi của các tài sản rủi ro khác, nên tỷ suất sinh lợi và rủi ro của một danh mục, bao gồm tài sản phi rủi ro với bất kỳ tài sản rủi ro nào khác là một hàm tuyến tính của tỷ suất sinh lợi và rủi ro.¹⁰

Hình 2.3 Đường thị trường vốn

Hình 2.3 thể hiện đường biên hiệu quả với tất cả các tài sản có rủi ro, cùng với hai đường thẳng thể hiện sự kết hợp tài sản phi rủi ro với hai danh mục khác nhau của các chứng khoán có rủi ro. Quan sát đường thẳng thấp hơn, chính là sự kết hợp giữa chứng khoán phi rủi ro (R_f) và danh mục đầu tư X nằm trên đường biên hiệu quả. Tất cả các điểm trên đường thẳng này có thể đạt được bằng cách thay đổi tỷ trọng đầu tư vào R_f và X. Đường thẳng bắt đầu tại tỷ suất sinh lợi của R_f và rủi ro bằng không, đồng nghĩa đầu tư 100% vào tài sản phi rủi ro. Di chuyển dọc theo đường thẳng này thể hiện sự gia tăng trong tỷ lệ đầu tư vào danh mục X. Các điểm nằm phía phải của X tức là đi vay (đồng nghĩa tỷ trọng âm trong R_f) cùng với tỷ trọng lớn hơn 100% đầu tư vào danh mục X. Tuy nhiên, nếu suy nghĩ thêm một chút, chúng ta nhận ra có những danh mục tài sản rủi ro tốt hơn danh mục X. Bằng cách lựa chọn các danh mục tài sản rủi ro khác (không hiển thị) nằm ở phía trên và bên phải danh mục X, chúng ta có các đường thẳng mới sẽ luôn cao hơn đường thẳng đầu tiên. Trong thực tế, lập luận này vẫn đúng cho đến khi chúng ta đạt được đường thẳng thứ hai, chính là danh mục đầu tư tiếp tuyến duy nhất. Mặc dù các danh mục nằm phía dưới đường này có thể đạt được, nhưng chúng chưa tối ưu. Chú ý rằng bất kỳ điểm nào nằm phía bên phải điểm tiếp tuyến thể hiện sự đi vay vì có hơn 100% vốn đầu tư vào danh mục tài sản rủi ro.

Vậy chính xác thì danh mục tiếp tuyến này gồm những tài sản nào? Nhớ lại rằng khi chúng ta thêm càng nhiều tài sản rủi ro vào danh mục, chúng ta sẽ đa dạng hóa các rủi ro đặc trưng của công ty. Danh mục tiếp tuyến chính là danh mục thị trường bao gồm tất cả các tài sản rủi ro có tỷ trọng theo giá trị của các tài sản vì đây là danh mục đầu tư đa dạng nhất

có thể, và chúng ta ký hiệu danh mục này là M.¹¹ Đường nối R_f và M được gọi là **đường thị trường vốn (CML – Capital Market Line)**, và thể hiện tất cả các kết hợp giữa tài sản phi rủi ro và danh mục thị trường. CML cho các nhà đầu tư biết họ có thể kiếm được tỷ suất sinh lợi cao hơn bao nhiêu khi chấp nhận thêm rủi ro.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VỐN

Theo mô hình này, các nhà đầu tư hợp lý nắm giữ danh mục thị trường kết hợp với tài sản phi rủi ro bởi vì nếu không làm vậy, vẫn còn nhiều rủi ro có thể được loại bỏ bằng cách đa dạng hóa. Nhà đầu tư sẽ không được bù đắp khi chấp nhận rủi ro có thể đa dạng hóa không liên quan đến biến động của thị trường. Đây là luận điểm quan trọng được cung cấp bởi **mô hình định giá tài sản vốn (CAPM – Capital Asset Pricing Model)**.¹² Hãy nhớ rằng chúng ta đang giả định niềm tin là như nhau đối với mỗi cá nhân, tức là các nhà đầu tư có cùng một đường biên hiệu quả, hàm ý tất cả các nhà đầu tư nắm giữ cùng một danh mục tài sản rủi ro, chính là danh mục thị trường.

Theo CAPM, chỉ có rủi ro liên quan đến biến động của thị trường là được định giá trên thị trường. Phương sai hoặc độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi đối với một tài sản không phải là thước đo thích hợp để đo lường rủi ro vì chúng đo lường rủi ro tổng thể, bao gồm cả rủi ro đặc trưng của công ty, là rủi ro có thể đa dạng hóa, và rủi ro hệ thống, còn gọi là rủi ro thị trường. Thước đo rủi ro của CAPM, là beta (β), đo lường độ nhạy cảm của một tài sản đối với thị trường và do đó, thước đo này chỉ tính đến rủi ro hệ thống, tức rủi ro không thể đa dạng hóa. Có thể chứng minh rằng dưới những điều kiện này, tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của tài sản i được tính theo công thức:

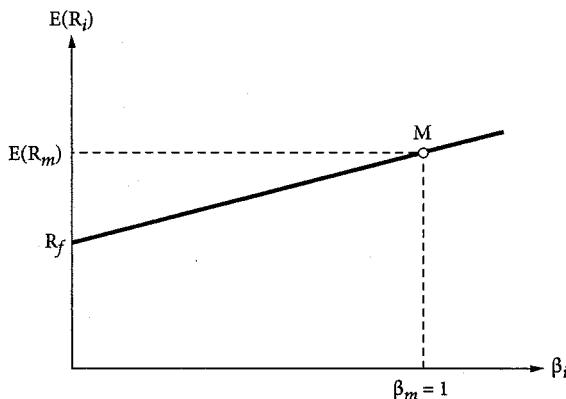
2.12

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

Trong đó $E(R_m)$ là tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của thị trường. Mỗi quan hệ này được mô tả trong hình 2.4. Beta của chứng khoán i được tính như sau:

2.13

$$\beta_i = \frac{\sigma(R_i, R_m)}{\sigma_m^2}$$

Hình 2.4 Đường thị trường chứng khoán

Nói cách khác, beta là hiệp phương sai của tỷ suất sinh lợi chứng khoán i với tỷ suất sinh lợi thị trường, chia cho phương sai tỷ suất sinh lợi của thị trường. Beta thị trường bằng 1, bởi vì thị trường di chuyển đúng với chính nó. Khi beta dương, tỷ suất sinh lợi dự kiến trên tài sản gia tăng theo phần bù rủi ro thị trường ($E(R_m) - R_f$). **Phần bù rủi ro thị trường (market risk premium)** (hoặc **phần bù vốn cổ phần – equity premium**) là chênh lệch giữa tỷ suất sinh lợi dự kiến của thị trường so với lãi suất phi rủi ro. Ở phần sau, trong chương 14, chúng ta sẽ thảo luận xem liệu rằng phần bù rủi ro thị trường có quá cao, theo số liệu quá khứ, và nó hàm ý điều gì.

ỨNG DỤNG MÔ HÌNH CAPM

Chúng tôi minh họa một ví dụ bằng dữ liệu ở Mỹ. Tỷ suất sinh lợi thị trường thường được đo lường bằng cách sử dụng một chỉ số chứng khoán có tính đại diện cao cho thị trường, chẳng hạn như chỉ số New York Stock Exchange Composite Index (NYSE), và tỷ suất sinh lợi phi rủi ro được đại diện bởi lãi suất tín phiếu kho bạc ngắn hạn của Mỹ. Bảng 2.2 cung cấp một số dữ liệu quá khứ của chỉ số NYSE và tín phiếu kho bạc Mỹ, cũng như một vài cổ phiếu được lựa chọn cho mục đích minh họa.

Bảng 2.2

Các thước đo rủi ro của chỉ số chứng khoán tổng hợp NYSE và các chứng khoán được lựa chọn

Chứng khoán	Ngành	Tỷ suất sinh lợi trung bình (2002-2006)	Độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi	Beta
NYSE Index	Chỉ số chứng khoán đại diện thị trường	9.02%	11.92%	1
U.S Treasury Bills	Thước đo lãi suất phi rủi ro	1.45%	5.02%	0
ABN Amro Holdings	Ngân hàng nước ngoài	22.04%	29.94%	1.4
CytRx Corp.	Dược	35.58%	105.03%	0.55
JDS Uniphase	Điện	-24.71%	77.84%	1.45
YUM! Brands	Nhà hàng	18.16%	21.04%	0.55

Tỷ suất sinh lợi trung bình và độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi được tính bằng cách sử dụng dữ liệu 5 năm từ tháng 1.2002 đến hết tháng 5.2006. Beta cho bốn công ty được lấy từ báo cáo Value Line Investment Survey và cũng được ước tính bằng cách sử dụng dữ liệu 5 năm. Đối với các cổ phiếu được lựa chọn, không có mối quan hệ rõ ràng giữa tỷ suất sinh lợi, độ lệch chuẩn, và beta. Hãy nhớ rằng CAPM là một mối quan hệ lý thuyết về sự đánh đổi giữa rủi ro và tỷ suất sinh lợi mong đợi trong tương lai và kỳ vọng rằng tỷ suất sinh lợi cao hơn khi có beta cao hơn. Trong bảng 2.2, chúng ta có một công ty với beta thấp và tỷ suất sinh lợi trung bình cao (CytRx Corp) và một công ty khác có beta cao và tỷ suất sinh lợi trung bình thấp (JDS Uniphase). Như vậy, điều này là trái với những gì mà mô hình CAPM dự đoán, nhưng dựa trên tính ngẫu nhiên (nên nhớ CAPM là mô hình của sự kỳ vọng) và thực tế là mẫu của chúng ta là nhỏ, nên điều này không đáng báo động (và chắc chắn là không đủ bằng chứng để nghi ngờ mô hình).

Các kiểm định đầu tiên của CAPM nói chung cho thấy mô hình đã thành công. Tỷ suất sinh lợi dự kiến dường như tương quan dương với beta, và beta là một công cụ tốt giải thích sự khác nhau trong tỷ suất sinh lợi giữa các công ty.¹³ Tuy nhiên, các nhà nghiên cứu đã tìm thấy bằng chứng cho thấy một mình beta không thể giải thích một cách đầy

đủ tỷ suất sinh lợi. Có lẽ điều quan trọng nhất là các nhà nghiên cứu nhận thấy có những yếu tố khác, bên cạnh tỷ suất sinh lợi thặng dư của thị trường, hữu ích trong việc giải thích sự khác nhau trong tỷ suất sinh lợi mong đợi giữa các cổ phiếu.¹⁴ Trong các chương tiếp theo, chúng tôi sẽ nghiên cứu sâu hơn vào các bằng chứng đã dẫn các nhà nghiên cứu hành vi tìm hiểu yếu tố tâm lý và xem xét các mô hình định giá thay thế. Liên quan đến các giả định của CAPM, một luận điểm quan trọng là các nhà đầu tư đều có cùng kỳ vọng về tỷ suất sinh lợi tài sản. Trong phần sau, chúng ta sẽ xem xét các giả thuyết thị trường hiệu quả và dự đoán của giả thiết này về hành vi.

2.3 THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

Thị trường vốn là quan trọng đối với sự phát triển và hoạt động của nền kinh tế bởi vì chúng thực hiện một dịch vụ quan trọng. Đó là thông qua các thị trường vốn hiệu quả và vận hành tốt, các nguồn lực được phân bổ để sử dụng một cách hiệu quả nhất. Lý tưởng nhất, thị trường chuyển nguồn vốn từ người tiết kiệm đến người đi vay đang có các cơ hội đầu tư tốt. Người đi vay có cơ hội đạt được mức sinh lợi hợp lý dựa trên mức độ rủi ro mà họ chấp nhận, nhưng không đủ vốn để tiến hành đầu tư. Với thị trường vốn hiệu quả, người cho vay cũng được lợi bởi vì họ kiếm được một tỷ suất sinh lợi điều chỉnh cao hơn, và người đi vay được hưởng lợi bởi vì họ không từ bỏ các cơ hội đầu tư sinh lời. Tất nhiên, cũng có “sai lầm” xảy ra, chẳng hạn như bong bóng Internet cuối những năm 1990 và gần đây là cuộc khủng hoảng nợ dưới chuẩn. Đây luôn luôn là một vấn đề gây tranh cãi (hậu nghiệm) rằng liệu bên cung cấp vốn có khôn ngoan khi thực hiện điều này - dựa trên những thông tin mà họ biết tại thời điểm đó.

HIỆU QUẢ VÀ THÔNG TIN

Eugene Fama đưa ra một mô tả cẩn thận về **thị trường hiệu quả (efficient market)** đã tạo nên ảnh hưởng lâu dài đến những người thực hành và các học giả trong giới tài chính.¹⁵ Theo Fama:

Vai trò chính của thị trường vốn là phân bổ quyền sở hữu chứng khoán vốn của nền kinh tế. Nói chung, trong một thị trường vốn lý tưởng, giá cả là chỉ báo chính xác để phân bổ nguồn lực: nghĩa là, một thị trường mà trong đó các công ty có thể đưa ra các quyết định đầu tư sản xuất và các nhà đầu tư có thể lựa chọn trong nhiều chứng khoán thể hiện cho quyền sở hữu đối với hoạt động của công ty với giả định rằng giá

chứng khoán vào mọi thời điểm luôn “phản ánh đầy đủ” tất cả thông tin có sẵn. Một thị trường mà giá cả luôn luôn “phản ánh đầy đủ” mọi thông tin có sẵn được gọi là “hiệu quả”.

Vì giá luôn phản ánh chính xác thông tin, nó là tín hiệu tốt về giá trị và tạo nên sự phân bổ vốn tốt nhất. Nếu thị trường là hiệu quả, thông tin sẽ được phản ánh đầy đủ và ngay lập tức vào trong giá cả.

Chú ý rằng định nghĩa về một thị trường hiệu quả chủ yếu dựa vào thông tin. Fama định nghĩa ba dạng của thị trường hiệu quả để làm rõ điều gì sẽ xảy ra từ những thông tin sẵn có. Trong thị trường hiệu quả **dạng yếu (weak form)**, giá cả phản ánh tất cả các thông tin có trong tỷ suất sinh lợi quá khứ. Trong thị trường hiệu quả **dạng vừa (semi-strong form)**, giá phản ánh tất cả thông tin đại chúng, bao gồm thông tin về thu nhập quá khứ và các dự báo thu nhập, tất cả thông tin trong báo cáo tài chính được công bố đại chúng (trong quá khứ và gần đây), tất cả thông tin có liên quan xuất hiện trên các tạp chí kinh doanh, và bất cứ thông tin nào khác có liên quan. Trong thị trường hiệu quả **dạng mạnh (strong form)**, giá cả thậm chí phản ánh cả những thông tin không công bố công khai, chẳng hạn như thông tin nội gián.

Chú ý rằng nếu giá cả luôn phản ánh đầy đủ tất cả các thông tin, chúng ta phải giả định rằng chi phí mua và tạo ra thông tin phải bằng 0. Tuy nhiên, chúng ta đều biết giả định này là không hợp lý. Do đó, một định nghĩa diễn đạt tốt hơn của EMH là giá cả phản ánh tất cả các thông tin mà lợi ích biên khi sử dụng thông tin đó không vượt quá chi phí biên của việc thu thập thông tin. Nói cách khác, không có nhà đầu tư nào có thể tạo ra **tỷ suất sinh lợi thặng dư (excess return)**.¹⁶

Trong thuật ngữ trên, điều quan trọng cần phải hiểu đây là tỷ suất sinh lợi thặng dư sau khi loại trừ tất cả chi phí. Ngoài chi phí giao dịch, chúng ta còn phải tính cả các chi phí mua thông tin hoặc chi phí liên quan đến việc phân tích (hoặc là tiền trả cho một ai đó làm thay cho bạn). Ví dụ, nếu một quỹ tương hỗ có khả năng đánh bại thị trường 1.5% (tính trên toàn danh mục), nhưng lại tính chi phí quản lý 1.5% (MER – management expense ratio) cho nhà đầu tư, đồng nghĩa rằng các nhà đầu tư chỉ nhận được tỷ suất sinh lợi tương đương thị trường, đây không phải là bằng chứng để chống lại EMH. Ý nghĩa của tỷ suất sinh lợi thặng dư còn phức tạp hơn ở chỗ “được điều chỉnh rủi ro”, là một chủ đề mà chúng ta sẽ thảo luận ở phần sau khi phân tích vấn đề giả thiết không thể kiểm chứng (joint hypothesis problem).

THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ HÀM Ý ĐIỀU GÌ?

Trong kế toán, tài chính, và kinh tế, một thị trường hiệu quả thường hàm ý rằng giá của một tài sản bằng với giá trị nội tại kỳ vọng của chính nó.¹⁷ Ví dụ, theo mô hình hiện giá của cổ phiếu, giá của một cổ phiếu chính là hiện giá của dòng tiền cổ tức dự kiến trong tương lai.¹⁸ Do đó, giá của tài sản đơn giản được tính theo công thức:

2.14

$$p_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(d_{t+i})}{(1+\delta)^i}$$

Trong đó p_t là giá cổ phiếu tại thời điểm t , và $E_t(d_{t+i})$ là giá trị kỳ vọng của dòng tiền cổ tức trong tương lai tại thời điểm $(t + i)$ bằng cách sử dụng những thông tin hiện có, và δ là tỷ lệ chiết khấu, phản ánh rủi ro của chứng khoán. Một số bằng chứng chống lại giả thuyết thị trường hiệu quả sẽ được thảo luận trong phần sau của cuốn sách là dựa trên sự vi phạm các mối quan hệ này. Kiểm định mô hình giá trị hiện tại yêu cầu phải có các thông tin sẵn có cho các nhà đầu tư trong việc hình thành kỳ vọng về dòng tiền cổ tức tương lai. **Mô hình giá trị hiện tại của giá chứng khoán (present value model of stock price)** nói rằng trong một thị trường hiệu quả giá của một chứng khoán là dựa trên kỳ vọng hợp lý về giá trị nội tại của chứng khoán đó.

Đối với hầu hết mọi người, thông tin đồng nghĩa với kiến thức, nhưng trong tài chính khi chúng ta nói đến “thông tin” chúng ta nói đến những thông tin không thực sự dự báo được.¹⁹ Nếu thông tin về tỷ lệ thất nghiệp được công bố tăng 6% và hầu hết mọi người đã dự kiến tỷ lệ thất nghiệp sẽ tăng 6%, đây không được coi là thông tin đúng nghĩa. Bởi vì sự xuất hiện của thông tin được định nghĩa là không thể đoán trước, nên sự thay đổi giá cổ phiếu, nếu chỉ được điều chỉnh bởi yếu tố thông tin, là không thể dự báo. Đây là cơ sở của luận điểm cho rằng giá cổ phiếu nên tuân theo **bước đi ngẫu nhiên (random walk)**.²⁰ Bước tiếp theo trong bước ngẫu nhiên là không thể đoán trước, và các dự báo tốt nhất về điểm đến tiếp theo trong tương lai là ở vị trí hiện tại. Nếu giá chứng khoán tuân theo bước đi ngẫu nhiên, thì tỷ suất sinh lợi thặng dư của chứng khoán so với tỷ suất sinh lợi được điều chỉnh rủi ro là ngẫu nhiên và không thể tiên đoán được.

Những người ủng hộ EMH cho rằng phân tích kỹ thuật dựa trên các biểu đồ dữ liệu quá khứ và phân tích cơ bản dựa trên thông tin tài chính đại chúng sẽ không thể tạo ra tỷ suất sinh lợi thặng dư. Thông thường, một

chiến lược đầu tư thụ động có mục tiêu là đạt được mức sinh lợi tương đương thị trường, hơn là cố gắng đánh bại thị trường. Trong trường hợp này, một nhà đầu tư cần tránh nắm giữ chỉ một loại cổ phiếu, thay vào đó là đầu tư vào các quỹ tương hỗ đầu tư chỉ số (index mutual fund) hoặc quỹ ETF đầu tư chỉ số (ETFs - Exchange-traded index funds), chẳng hạn như Standard and Poor's Depository Receipts (SPDRs, còn được gọi là "spiders"), hoặc iShares MSCI EAFE Index fund, là ETF có danh mục chuẩn cổ phiếu lớn nhất thế giới.

NHỮNG QUAN NIỆM SAI LẦM VỀ THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

Thị trường hiệu quả không nói rằng các cá nhân tỏ ra khờ dại khi đầu tư vào cổ phiếu. Thị trường hiệu quả cũng không cho rằng tất cả các chứng khoán có tỷ suất sinh lợi mong đợi như nhau. EMH không nói rằng bất kỳ chứng khoán hay danh mục đầu tư nào cũng tốt như nhau. Vì một nhà quản lý không thể tạo ra tỷ suất sinh lợi vượt quá tỷ suất sinh lợi mong đợi một cách hệ thống, trên cơ sở đã điều chỉnh rủi ro, nên các chứng khoán vẫn được định giá hợp lý trong một thị trường hiệu quả. Bởi vì các nhà đầu tư có thái độ khác nhau đối với rủi ro, họ có thể có danh mục đầu tư khác nhau.

Ngoài ra, mặc dù EMH cho rằng cơ hội tạo ra tỷ suất sinh lợi thặng dư là không thể đoán trước, nhưng nó không cho rằng các mức giá là ngẫu nhiên. Các mức giá là giá trị hợp lý của công ty dựa trên những thông tin sẵn có trên thị trường liên quan đến các hành động quản trị, đầu tư và lựa chọn tài trợ của công ty.

VẤN ĐỀ GIẢ THIẾT KHÔNG THỂ KIỂM CHỨNG

Như đã nói trước đây, tỷ suất sinh lợi thặng dư không những là tỷ suất sinh lợi vượt quá tỷ suất sinh lợi đã loại trừ tất cả các chi phí, mà còn được xem là hợp lý tương ứng với mức độ rủi ro được chấp nhận khi đầu tư. Bởi vì một tỷ suất sinh lợi thặng dư được xác định trong mối liên hệ với tỷ suất sinh lợi được điều chỉnh rủi ro, nên các thước đo của tỷ suất sinh lợi thặng dư đòi hỏi một mô hình tỷ suất sinh lợi. Ví dụ, nếu CAPM được xem là mô hình tốt nhất của tỷ suất sinh lợi, cổ phiếu i sẽ tạo ra tỷ suất sinh lợi thặng dư khi:²¹

2.15

$$R_i - (R_f + \beta_i(R_m - R_f)) > 0$$

Trong trường hợp này, tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu i là cao hơn so với tỷ suất sinh lợi yêu cầu dựa trên mức độ rủi ro được thể hiện trong hệ số beta (β_i).

Vấn đề giả thiết không thể kiểm chứng (joint-hypothesis problem) xuất hiện bởi vì sự cần thiết phải sử dụng một mô hình được điều chỉnh rủi ro để tạo nên tỷ suất sinh lợi yêu cầu, nghĩa là, đã điều chỉnh rủi ro. Điều này là không cần thiết nếu chúng ta biết chắc chắn mô hình nào điều chỉnh rủi ro một cách chính xác, nhưng đáng tiếc là chúng ta không biết. Nếu một kiểm định bác bỏ EMH, thì đó là do EMH không tồn tại, hay do chúng ta không đo lường chính xác tỷ suất sinh lợi vượt trội? Chúng ta không hề biết câu trả lời cho câu hỏi này. Các kiểm định thực nghiệm ban đầu của EMH nói chung ủng hộ giả thuyết này.²² Những kiểm định này cho rằng tỷ suất sinh lợi thặng dư không thể tạo ra liên tục bằng cách sử dụng các quy tắc giao dịch tự động, và giá cả phản ứng nhanh chóng và phù hợp với thông tin mới. Hơn nữa, các nhà quản lý tiền dường như không có khả năng tạo ra tỷ suất sinh lợi thặng dư dương sau khi loại trừ tất cả chi phí, bao gồm cả chi phí giao dịch và phí quản lý. Tuy nhiên, những nghiên cứu gần đây đã công bố một loạt vấn đề bất thường kéo dài, nghĩa là, phát hiện những kết quả trái với EMH.

Hãy xem xét **phần bù giá trị (value premium)**. Các nghiên cứu cho thấy rằng, đầu tư vào các chứng khoán giá trị (nghĩa là, các chứng khoán có mức giá thấp so với giá trị sổ sách hoặc thu nhập) là một chiến lược thặng lợi trong quá khứ. Một chiến lược đơn giản như trên chính là bằng chứng chống lại EMH, nhưng liệu rằng các chứng khoán giá trị có rủi ro cao hơn hay không, và liệu những rủi ro này đã được tính đầy đủ trong mô hình CAPM? Do đó, chúng ta không thể nói là có sự bất thường, chỉ là một mô hình định giá tài sản không phù hợp. Trong thực tế, mô hình Fama-French ba yếu tố nổi tiếng đã bao gồm các yếu tố rủi ro của chứng khoán giá trị.²³ Chúng ta sẽ quay trở lại với tranh luận này ở phần sau, chủ yếu trong chương 4 và 14. Tiếp theo, chúng ta tập trung vào một lý thuyết về hành vi quản trị doanh nghiệp.

2.4 LÝ THUYẾT ĐẠI DIỆN

Một **mối quan hệ đại diện (agency relationship)** xuất hiện bất cứ khi một người nào đó (người chủ) ký hợp đồng với người khác (người đại diện) để thực hiện các công việc thay cho người chủ và đại diện cho lợi ích của người chủ. Trong mối quan hệ đại diện, người đại diện có quyền

đưa ra các quyết định thay cho người chủ. Vấn đề phát sinh khi người đại diện không có cùng lợi ích với người chủ.

Ví dụ, xem xét một tình huống khi bạn muốn bán ngôi nhà của bạn. Bạn (người chủ) ký hợp đồng với người môi giới (người đại diện) để bán ngôi nhà của bạn. Bạn muốn tạo nên một hợp đồng khuyến khích người môi giới bán ngôi nhà với giá tốt nhất và nhanh nhất có thể. Do đó, người môi giới thường được thưởng một tỷ lệ phần trăm cố định theo giá bán, thay vì một mức phí cố định. Vì hoa hồng gắn liền với giá bán nên người môi giới phải nỗ lực để bán với giá tốt nhất có thể. Nhưng thậm chí ngay cả trong trường hợp có cùng lợi ích nhưng người môi giới, người đại diện cho quyền lợi của bạn, vẫn cảm thấy không nhất thiết phải nỗ lực vì lợi ích của bạn (người bán nhà). Ví dụ, giả sử bạn nhận được một đề nghị bán nhà \$300,000 \$. Nếu phí trả cho người môi giới là 5%, người môi giới sẽ nhận được \$15,000. Giả sử bạn thực sự tin rằng giá trị nhà của bạn là gần \$320,000. Nếu bạn từ chối lời đề nghị đầu tiên và sau đó nhận được một đề nghị khác với giá \$320,000 thì bạn sẽ nhận được thêm \$19,000 và người môi giới sẽ chỉ nhận được thêm \$1,000. Ngay cả khi người môi giới đồng ý rằng giá trị của ngôi nhà là gần \$320,000 nhưng người môi giới vẫn có thể ngăn cản bạn từ chối lời đề nghị đầu tiên. \$1,000 tăng thêm không phải là phần thưởng xứng đáng để người môi giới nỗ lực bán với giá cao hơn. Vì vậy, lưu ý rằng lợi ích của bạn là có được giá bán cao nhất của ngôi nhà nhưng lợi ích của người môi giới là hoa hồng cao nhất cho mỗi đơn vị nỗ lực.²⁴ Đây là trường hợp điển hình của việc xung đột lợi ích.

Trong doanh nghiệp, xung đột lợi ích thường xuất hiện, đặc biệt là giữa chủ sở hữu và người quản lý.²⁵ Ở Mỹ, các công ty cổ phần nhận được rất nhiều sự chú ý vì hình thức tổ chức dạng công ty cổ phần là phổ biến. Trong một công ty cổ phần lớn, chúng ta thường nhận thấy có sự tách rời quyền sở hữu ra khỏi quyền quản lý công ty. Một công ty cổ phần thực sự đã tách biệt người đại diện pháp luật với người chủ sở hữu. Các cổ đông là người sở hữu công ty và họ lựa chọn ban giám đốc, là người điều hành hoạt động của công ty. Lý thuyết đại diện có ý nghĩa quan trọng đối với cấu trúc của một công ty cổ phần bởi vấn đề đại diện - sở hữu giữa các nhà quản lý và cổ đông.

Chi phí đại diện phát sinh từ vấn đề đại diện - sở hữu bao gồm cả chi phí trực tiếp và chi phí gián tiếp.²⁶ Các chi phí này phát sinh bởi vì lợi ích của nhà quản lý không nhất quán với mục tiêu tối đa hóa giá trị công ty. Chi phí trực tiếp bao gồm những chi phí có lợi cho người quản lý nhưng không phải là công ty, chẳng hạn như mua máy bay phản lực sang trọng

cho những chuyến du lịch. Các chi phí trực tiếp khác xuất phát từ sự cần thiết phải giám sát hoạt động của nhà quản lý, bao gồm chi phí thuê kiểm toán viên bên ngoài. Chi phí gián tiếp rất khó để đo lường và xuất phát từ các cơ hội bị đánh mất. Ví dụ, người quản lý của công ty mục tiêu trong một thương vụ mua lại có thể chống lại các nỗ lực bị thâu tóm bởi vì họ e ngại sẽ mất việc, bất chấp các cổ đông sẽ được hưởng lợi từ việc sáp nhập.

Do quy mô lớn của các công ty cổ phần hiện đại và có hàng ngàn cổ đông, nên sự tương tác hàng ngày giữa chủ sở hữu và người quản lý là không thực tế. Ví dụ, lấy trường hợp của công ty Coca-Cola, là tập đoàn sản xuất một trong những sản phẩm dễ nhận biết nhất trên thế giới. Trong năm 2008, giá trị thị trường của công ty là hơn 100 tỷ USD và công ty có hơn 300,000 cổ đông. Rõ ràng, các nhà quản lý không thể thường xuyên gặp gỡ với tất cả các người chủ sở hữu. Khoảng một nửa số cổ phiếu được nắm giữ bởi các nhà đầu tư tổ chức. Thậm chí việc gặp gỡ thường xuyên giữa nhà quản lý và các tổ chức này cũng không khả thi vì con số này vượt quá 1,000 tổ chức! Việc tách biệt quyền sở hữu và quyền quản lý có thể mang lại sự phồn thịnh cho doanh nghiệp nếu các nhà quản lý thực sự hành động vì lợi ích tốt nhất của cổ đông.

Nhiều lý thuyết tài chính đã tập trung vào việc làm thế nào để thiết kế một **hợp đồng thù lao tối ưu (optimal compensation contract)** nhằm hòa hợp lợi ích giữa các cổ đông và nhà quản lý. Thiết kế tốt nhất của một hợp đồng phụ thuộc vào nhiều yếu tố bao gồm liệu có nên giám sát hành động của nhà quản lý, mức độ bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản lý và cổ đông, sự tương xứng với kết quả kinh doanh, và sự khác nhau trong thời gian tham gia vào công ty giữa nhà quản lý và cổ đông. Để khuyến khích các nhà quản lý, người sở hữu phải đưa ra bao gồm cả phần thưởng và hình phạt trong hợp đồng thù lao, được gọi là “củ cà rốt và cây gậy – carrots and sticks”.

Quản trị doanh nghiệp tốt, bao gồm thiết kế hợp đồng thù lao tối ưu, là rất quan trọng nhằm tối đa hóa giá trị công ty và phân bổ tối ưu nguồn vốn trong nền kinh tế. Trong phần sau của cuốn sách, chúng ta sẽ thấy rằng vấn đề đại diện - sở hữu có thể phát sinh trong các bối cảnh khác, chẳng hạn như khi một người quản trị tiền (người đại diện) thực hiện đầu tư thay cho các nhà đầu tư (người sở hữu). Hơn nữa, chúng ta sẽ xem xét những ảnh hưởng của yếu tố hành vi có thể đóng góp thêm vào nhận thức về vấn đề đại diện - sở hữu như thế nào và làm cách nào để tối thiểu hóa chi phí này.

2.5 TỪ HỢP LÝ ĐẾN TÂM LÝ

Trong chương này, chúng ta đã xem xét ba lý thuyết trọng tâm định hình nền tài chính hiện đại. Trong các phần sau của cuốn sách, chúng ta sẽ xem xét các bằng chứng khiến một số nhà nghiên cứu nghi ngờ sự hợp lý của phương pháp truyền thống. Đặc biệt, trong chương 4, chúng ta sẽ xem xét chứng cứ cho thấy thị trường có thể không hiệu quả như mọi người từng nghĩ. Nhiều vấn đề bất thường, hoặc các kết quả thực nghiệm dường như không phù hợp với thị trường hiệu quả. Bên cạnh đó, ngoài những gì dữ liệu thể hiện, xuất hiện nhiều lý thuyết phản bác lại sự tồn tại của EMH. Nhiều lý thuyết trong số những lý thuyết nói trên bắt nguồn từ “giới hạn kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage)”. Kết quả của những nghiên cứu này cho thấy, trong những thập kỷ gần đây nhiều nhà điều tra đang cố gắng quay trở lại với câu hỏi các quyết định tài chính bị ảnh hưởng bởi tâm lý con người như thế nào.

Dựa trên các nguyên tắc của tâm lý học, những nhà nghiên cứu đã phân tích nhiều hiện tượng hành vi khác nhau. Tài chính hành vi vẫn còn là một lĩnh vực tương đối mới và thường bị chỉ trích vì thiếu một cơ sở thống nhất. Tuy nhiên, những chỉ trích này không làm mất đi giá trị của việc nhận ra tầm quan trọng của tâm lý trong việc tìm hiểu quyết định của các nhà đầu tư cá nhân, những người thực hành tài chính, các thị trường, và các nhà quản lý. Quay trở lại nhiều năm trước, nhà kinh tế học có ảnh hưởng lớn trong thế kỷ XX là John Maynard Keynes đã lưu ý tác động của tâm lý đến việc đưa ra các quyết định tài chính. Suy ngẫm về đoạn trích từ cuốn sách của ông “*Lý thuyết tổng quát về việc làm, lãi suất, và tiền tệ - The general theory of employment, interest, and money*”, xuất bản lần đầu năm 1936:²⁷

Nếu tôi có thể được phép dành riêng thuật ngữ đầu cơ (*speculation*) cho hoạt động dự báo tâm lý thị trường, và thuật ngữ *kinh doanh (enterprise)* cho hoạt động dự báo lợi nhuận tiềm năng của tài sản trong suốt vòng đời của chúng, điều này không có nghĩa trong mọi trường hợp đầu cơ sẽ chiếm ưu thế hơn kinh doanh. Tuy nhiên, khi cơ cấu tổ chức của thị trường đầu tư được cải thiện, rủi ro của ưu thế đầu cơ sẽ gia tăng. Một trong những thị trường đầu tư lớn nhất thế giới ngày nay, cụ thể là, New York, ảnh hưởng của sự đầu cơ là rất lớn. Thậm chí bên ngoài lĩnh vực tài chính, người Mỹ có khuynh hướng quan tâm quá mức đến ý kiến phổ biến; và điểm yếu của quốc gia này đã tìm thấy kẻ thù của mình trong thị trường chứng khoán.

Rõ ràng, việc nhận thức tầm quan trọng ảnh hưởng của tâm lý không phải là điều gì mới mẻ trong tài chính hay kinh tế học.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Các nhà đầu tư nhận ra sự đánh đổi giữa tỷ suất sinh lợi và rủi ro. Tỷ suất sinh lợi mong đợi và rủi ro thường được đại diện bởi tỷ suất sinh lợi trung bình trong quá khứ và phương sai (hoặc độ lệch chuẩn) của tỷ suất sinh lợi.
2. Hiệp phương sai và hệ số tương quan là các phương pháp thống kê cho biết mức độ liên quan giữa hai biến số ngẫu nhiên.
3. Đường biên hiệu quả thể hiện các danh mục đầu tư có tỷ suất sinh lợi mong đợi lớn nhất tương ứng với một mức độ rủi ro nhất định. Không có nhà đầu tư hợp lý nào chọn một danh mục nằm phía dưới đường cong hiệu quả bởi vì luôn có một danh mục khác có tỷ suất sinh lợi cao hơn với cùng mức độ rủi ro.
4. Trong một danh mục tài sản, rủi ro đặc trưng của công ty có thể được đa dạng hóa. Tuy nhiên, rủi ro hệ thống hay còn gọi rủi ro thị trường là không thể loại bỏ.
5. Đường thị trường vốn tạo nên sự kết hợp giữa tài sản rủi ro và danh mục thị trường. Các nhà đầu tư hợp lý sẽ lựa chọn một danh mục nằm trên đường thị trường vốn để đạt được tỷ suất sinh lợi cao nhất với rủi ro thấp nhất.
6. Theo mô hình định giá vốn tài sản, nhà đầu tư sẽ không được bù đắp cho rủi ro có thể đa dạng hóa.
7. Hệ số beta đo lường rủi ro so với chuyển động của thị trường. Hệ số beta của tài sản có thể được dùng để ước tính tỷ suất sinh lợi mong đợi.
8. Tính hiệu quả của thị trường là rất quan trọng bởi vì nó phân bổ nguồn vốn giữa các công ty.
9. Trong một thị trường hiệu quả, không có nhà đầu tư nào liên tục tạo ra được tỷ suất sinh lợi thặng dư.
10. Vấn đề đại diện có thể tồn tại khi lợi ích của người đại diện không trùng khớp với lợi ích của chủ sở hữu.
11. Xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và nhà quản lý của các công ty cổ phần lớn có khả năng gây nên tổn thất.
12. Hợp đồng thù lao tối ưu sẽ tạo nên lợi ích chung giữa chủ sở hữu và nhà quản lý.

CÂU HỎI THẢO LUÂN

1. Phân biệt các thuật ngữ/ khái niệm sau:
 - a. Rủi ro hệ thống và không hệ thống
 - b. Hệ số beta và độ lệch chuẩn
 - c. Chi phí đại diện trực tiếp và gián tiếp
 - d. Thị trường hiệu quả dạng yếu, trung bình, và mạnh.
2. Một cổ phiếu có beta là 1.2 và độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi là 25%. Phần bù rủi ro thị trường là 5% và lãi suất phi rủi ro là 4%
 - a. Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của cổ phiếu là bao nhiêu?
 - b. Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng và độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư có tỷ lệ phân bổ như nhau vào cổ phiếu và tài sản phi rủi ro là bao nhiêu?
 - c. Một nhà phân tích tài chính dự báo tỷ suất sinh lợi 12% đối với cổ phiếu trên. Liệu bạn có mua cổ phiếu này không? Tại sao có hoặc tại sao không?
3. Vấn đề giả thiết không thể bác bỏ là gì? Tại sao đây là vấn đề quan trọng?
4. Warren Buffett đã trở thành một nhà đầu tư rất thành công. Trong năm 2008, Luisa Kroll báo cáo rằng Buffett đứng đầu danh sách những người giàu nhất thế giới với tài sản ước tính trị giá \$62 tỷ (ngày 5 tháng 3 năm 2008, "Tỷ phú thế giới", Forbes). Điều này có làm mất giá trị của EMH?
 - a. Bạn đang cân nhắc có nên đầu tư vào hai chứng khoán, chứng khoán A và chứng khoán B. Chứng khoán A có hệ số beta 1.15 và độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lợi được ước tính là 0.28. Đối với chứng khoán B, hệ số beta là 0.84 và độ lệch chuẩn là 0.48.
 - a. Chứng khoán nào có rủi ro cao hơn?
 - b. Nếu lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro thị trường là 8%, tỷ suất sinh lợi dự kiến cho danh mục đầu tư bao gồm 60% A và 40% B là bao nhiêu?
 - c. Nếu hệ số tương quan giữa tỷ suất sinh lợi của A và B là 0.50, độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư bao gồm 60% A và 40% B là bao nhiêu?

CHÚ THÍCH

1. Mặc dù việc sử dụng tỷ suất sinh lợi thực hiện để ước tính kỳ vọng tương lai rất phổ biến, tuy nhiên vẫn có vấn đề. Xem ví dụ trong Elton, E. J., 1999, "Expected return, realized return, and asset pricing tests", *Journal of Finance* 52(4), 1199-1220. Elton lập luận rằng thành quả trong quá khứ là chỉ tiêu dự báo kém cho tỷ suất sinh lợi kỳ vọng trong tương lai và cho rằng nên có thêm nghiên cứu để cải thiện việc ước tính tỷ suất sinh lợi kỳ vọng trong tương lai.
2. Đối với một danh mục gồm m tài sản, tỷ suất sinh lợi trung bình là $\bar{R}_p = \sum_{i=1}^m w_i \bar{R}_i$ và phương sai của danh mục là $s_p^2 = \sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^m w_i w_j \hat{\sigma}(R_i, R_j)$.
3. Đối với một danh mục gồm m tài sản, tỷ suất sinh lợi kỳ vọng thực là $E(R_p) = \sum_{i=1}^m w_i E(R_{pi})$ và phương sai thực của danh mục là $\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^m w_i w_j \sigma(R_i, R_j)$.
4. Trong ví dụ này, chúng ta giả định rằng tài sản phi rủi ro thực tế là lãi suất phi rủi ro. Trong thực tế, thậm chí việc đầu tư vào các công cụ nợ ngắn hạn của chính phủ Mỹ như T-bill cũng có một vài rủi ro.
5. Một hằng số và một biến số ngẫu nhiên đều được định nghĩa là có phương sai và hệ số tương quan bằng 0.
6. Độ lệch chuẩn trung bình theo tỷ trọng là $0.40(0.30) + 0.60(0.10) = 0.18$.
7. Lý thuyết lựa chọn danh mục tối ưu được Harry Markowitz đưa ra nên đường biên hiệu quả đôi khi được gọi là đường biên Markowitz. Xem Markowitz, H., 1952, "Portfolio selection", *Journal of Finance* 7(1), 77-91.
8. Lưu ý rằng chún ta không xem xét đến những điểm nằm dưới điểm có rủi ro thấp nhất. Ví dụ, E rõ ràng là kém hơn F, bởi vì F có tỷ suất sinh lợi kỳ vọng cao hơn với cùng mức rủi ro.
9. Đối với một danh mục gồm 2 tài sản rủi ro, chúng ta có thể ký hiệu tỷ trọng của tài sản đầu tiên là w , do đó tỷ trọng của tài sản thứ hai là $1 - w$. Danh mục có rủi ro thấp nhất khi kết hợp 2 tài sản này có thể tìm được bằng cách lấy đạo hàm của phương sai danh mục theo w . Đối với High Tech và Low Tech, danh mục có phương sai nhỏ nhất bao gồm đầu tư 12.26% vào High Tech và 87.74% vào Low Tech. Danh mục có rủi ro thấp nhất này có tỷ suất sinh lợi kỳ vọng là 8.86% và độ lệch chuẩn là 9.17%.

10. Điều này là do cả tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của danh mục và độ lệch chuẩn của danh mục đều là kết hợp tuyến tính của tỷ suất sinh lợi kỳ vọng và độ lệch chuẩn của tài sản riêng lẻ. Điều này cũng đúng với độ lệch chuẩn khi cả hai tài sản có tương quan dương xác định hoàn toàn (tức hệ số tương quan bằng 1) hoặc khi một trong hai tài sản là hằng số.
11. Bởi vì tất cả các nhà đầu tư đều nắm giữ danh mục rủi ro giống nhau, nó chỉ có thể là danh mục thị trường.
12. Mô hình này cũng được gọi là mô hình Sharpe-Lintner-Black vì nó được đề xuất độc lập từ các nhà nghiên cứu, dựa trên công trình trước đó của Harry Markowitz về lợi ích của đa dạng hóa và sau này được những người khác phát triển lên. Xem Treynor, J. L., 1961, "Towards a theory of the market value of risky assets", bản thảo không xuất bản; Sharpe, W. F., 1964, "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of Finance* 19(3), 425-442; Lintner, J., 1965, "The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets", *Review of Economics and Statistics* 47(1), 13-37; và Black, F., 1972, "Capital market equilibrium with restricted borrowing", *Journal of Business* 45(3), 444-455.
13. Xem Fama, E. F., 1991, "Efficient capital markets: II", *Journal of Finance* 46(5), Tháng 12, 1575-1617.
14. Xem nghiên cứu mang tính đột phá của Fama, E. F., và K. R. French, 1992, "The cross-section of expected stock returns", *Journal of Finance* 47(2), tháng 6, 427-465.
15. Fama E. F., 1970, "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance* 31(1), tháng 5, 383-417.
16. Thuật ngữ tỷ suất sinh lợi bất thường được sử dụng thay thế cho tỷ suất sinh lợi vượt trội.
17. Xem Shiller, R. J., 1981, "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?", *American Economic Review* 71(3), 421-436; và Lee, C. M. C., 2001, "Market efficiency and accounting research: A discussion of 'Capital market research in accounting' của S. P. Kothari", *Journal of Accounting and Economics* 31, 233-253.
18. Dĩ nhiên có nhiều chứng khoán hiện tại không chi trả cổ tức. Thực tế là nhiều chứng khoán chưa từng chi trả cổ tức. Điều

- này không là vấn đề đối với mô hình bởi vì nó giả định giá cả là hiện giá của tất cả cổ tức kỳ vọng trong tương lai. Tổng quát hơn, cổ tức có thể được xem là tắc cả dòng tiền của cổ đông, bao gồm thông qua việc mua lại cổ phần và hoạt động sáp nhập và mua lại. Không nhà đầu tư nào lại đi mua một chứng khoán không chi trả gì! Xem Ackert, L. F., và B. F. Smith, 1993, "Stock price volatility, ordinary dividends, and other cash flows to shareholders", *Journal of Finance* 48(4), 1147-1160.
19. Trong tài chính, mô hình dựa trên thông tin xem xét cách thức phản ánh thông tin vào trong giá thị trường. Có một cách tiếp cận phổ biến là xem thông tin là sự xuất hiện của một tín hiệu về giá trị của một tài sản trên thị trường. Xem Easley, D., và M. O'Hara, 1987, "Price, trade, size, and information in securities markets", *Journal of Financial Economics* 19, 69-90.
20. Về mặt kỹ thuật, các chứng khoán nên tuân theo bước đi ngẫu nhiên "với sự dịch chuyển", bởi vì qua thời gian, chúng ta ước tính tỷ suất sinh lợi dương do giá trị theo thời gian và rủi ro. Xem Malkiel, B. G., 2004, *A Random Walk down Wall Street*, 7th ed. (W.W. Norton & Company, New York).
21. Diễn đạt này tương tự như mối quan hệ trong CAPM, với việc sử dụng các giá trị hậu nghiệm thay vì các giá trị kỳ vọng.
22. Để khái quát lại toàn bộ nghiên cứu trước đây, xem Fama, E. F., 1970, "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance* 31(1), tháng 5, 383-417; và Fama, E. F., 1991, "Efficient capital markets: II", *Journal of Finance* 46(5), Tháng 12, 1575-1617.
23. Xem Fama, E. F., và K. R. French, 1993, "Common risk factors in the returns on stocks and bond", *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
24. Xem Levitt, S. D. và S. J. Dubner, 2006, *Freakonomics: A rogue Economist Exposes the Hidden Side of Everything* (William Morrow: An Imprint of HarperCollins Publishers, New York).
25. Những xung đột giữa nhà quản lý và cổ đông không phải là vấn đề người chủ - người đại diện duy nhất có thể có, mặc dù chúng thường được chú trọng hơn. Ví dụ, có những xung đột về lợi ích tiềm tàng giữa cổ đông và trái chủ. Cổ đông có thể ưa thích những cơ hội đầu tư mạo hiểm hơn, nhưng trái chủ lại thích những cơ hội đầu tư có rủi ro thấp bởi vì giá trị của nó cao hơn khi rủi ro thấp hơn.

- Đối với những xung đột về lợi ích giá cổ đông và trái chủ, xem Smith, C. W., và J. B. Warner, 1979, “On financial contracting: An analysis of bond covenants”, *Journal of Financial Economics* 7(2), 117-161.
26. Để biết chi phí đại diện được định nghĩa như thế nào, xem Jensen, M. C., và W. H. Meckling, 1979, “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 3(4), tháng 10, 305-360.
27. Keynes, J. M., 1964, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (Harcourt, Brace, Jovanovich, New York). (Frist Harbinger Edition, quotes on pages 158-159, Chapter 12, Section VI).

LÝ THUYẾT TRIỂN VỌNG, MẪU HÌNH VÀ TÍNH TOÁN BẤT HỢP LÝ

CHƯƠNG

3

3.1 GIỚI THIỆU

Hai chương đầu của cuốn sách này trình bày phương pháp tiếp cận truyền thống để hiểu được hành vi cá nhân, việc ra quyết định tài chính, và kết quả thị trường. Chương này sẽ xem xét những nỗ lực gần đây trong việc mô tả hành vi, kết hợp quan sát các khía cạnh của tâm lý con người. Trong suốt phần còn lại của cuốn sách, chúng tôi sẽ quay lại những lý thuyết tương đối mới trong khi cùng lúc mô tả những thách thức thực nghiệm đối với phương pháp truyền thống. Chương này là trung tâm của câu chuyện về tài chính hành vi. Lĩnh vực tài chính hành vi xuất hiện nhằm lý giải cho những bằng chứng mâu thuẫn với phương pháp truyền thống. Điều này không nên xem là một thiếu sót của phương pháp nghiên cứu hành vi. Hầu hết các nhà khoa học, không chỉ là các nhà khoa học xã hội, đều quan sát kết quả trước khi phát triển một lý thuyết hay mô hình. Sau cùng, lý thuyết là cách để giải thích một quan sát.

Phần lớn chương này đề cập đến lý thuyết triển vọng, một sự thay thế cho lý thuyết hữu dụng kỳ vọng được phát triển bởi Daniel Kahneman và Amos Tversky.¹ Lý thuyết triển vọng và những lý thuyết cùng quan điểm được truyền cảm hứng từ việc giải thích các vi phạm của lý thuyết hữu dụng kỳ vọng, do đó, chúng ta bắt đầu chương này bằng cách tìm hiểu các vi phạm của lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Ba khía cạnh quan trọng của hành vi được quan sát sẽ được trình bày ngay sau đó, và những khía cạnh này hàm ý một hình dạng cụ thể cho hàm giá trị của lý thuyết triển vọng, tương tự hàm hữu dụng của lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Một khía cạnh quan trọng của lý thuyết triển vọng là việc sử dụng các tỷ trọng quyết định thay vì xác suất. Chúng tôi minh họa hàm giá trị và hàm tỷ trọng cùng nhau để đánh giá giá trị của các triển vọng theo cách vừa giống vừa khác với lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Hình thức giả định của dạng hàm được dựa trên bằng chứng từ các quyết định thực tế. Tiếp theo, phần 3.3 mô tả cách trình bày một vấn đề

tác động đến việc ra quyết định như thế nào. Sau đó trong phần 3.4, chúng tôi mô tả cách mọi người dùng phương pháp mâu hình, như tính toán bất hợp lý (mental accounting) để đơn giản hóa và đôi khi làm sai lệch việc ra quyết định. Cuối cùng, chúng tôi xem xét vấn đề từ lý thuyết đến thực tiễn.

3.2 LÝ THUYẾT TRIỂN VỌNG

Lý thuyết chuẩn tắc (normative theory) cho rằng con người nên hành động theo một cách nào đó. Ngược lại, lý thuyết thực chứng nhìn nhận những gì mà con người thực sự làm và xây dựng các mô hình dựa trên cơ sở những quan sát này. Lý thuyết hữu dụng kỳ vọng là một lý thuyết chuẩn tắc đề cập đến hành vi kinh tế dựa trên các tiên đề một cách cứng nhắc. Mặc dù chúng ta đã có những minh chứng về tính hữu ích của lý thuyết này trong việc mô tả hành vi con người nhưng nhiều người đặt ra câu hỏi, lý thuyết này có thể mô tả hành vi thực tế tốt đến mức nào? Một lý thuyết khác thay thế cho lý thuyết hữu dụng kỳ vọng được kiểm định và chấp nhận rộng rãi là lý thuyết triển vọng. Lý thuyết triển vọng là thực nghiệm (hay mô tả) vì nó được xây dựng dựa trên việc con người thực sự hành động như thế nào.

Lý thuyết triển vọng (prospect theory) cho rằng với lý thuyết hữu dụng kỳ vọng chuẩn, chúng ta không thể giải thích một cách đầy đủ việc ra quyết định trong điều kiện có rủi ro. Luận điểm này dựa trên bằng chứng thực nghiệm cho thấy con người có những hành vi trái ngược với lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Trước khi trình bày những nguyên lý cơ bản của lý thuyết triển vọng, chúng ta sẽ xem xét những bằng chứng đã thúc đẩy Kahneman và Tversky phát triển nên mô hình hành vi của mình.

NHỮNG KHÍA CẠNH CƠ BẢN CỦA CÁC HÀNH VI ĐƯỢC QUAN SÁT

Các nhà tâm lý thường quan sát các quyết định của con người để đưa ra những bằng chứng cho câu hỏi về lợi ích. Trong nhiều nghiên cứu tâm lý, các nhà nghiên cứu chú ý đến những câu trả lời giống nhau cho các vấn đề ra quyết định mà không phù hợp với lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Phần này sẽ đề cập đến vài vấn đề và ghi nhận các quyết định thực sự của các cá nhân. Những vấn đề này hình thành nên 3 khía cạnh cơ bản của việc ra quyết định đã được quan sát để đưa ra cơ sở cho lý thuyết triển vọng.

Trong các kỳ vọng được trình bày, chúng ta sẽ sử dụng các ký hiệu biểu thị giống như trong Chương 1. Kỳ vọng $P(pr, x, y)$ có pr là xác suất x có thể xảy ra và $(1 - pr)$ là xác suất y có thể xảy ra. Nếu giả định $y = 0$ thì ta sẽ có kỳ vọng $P(pr, x)$. Nếu $pr = 1$ thì ta sẽ có kỳ vọng $P(x)$ chắc chắn. Đối với vấn đề đầu tiên, chúng ta hãy xem xét các cặp lựa chọn kỳ vọng sau đây:²

Vấn đề 1:³

Giả sử bạn phải lựa chọn giữa hai quyết định hiện hữu sau. Đầu tiên, bạn hãy xem xét cả hai sau đó bạn hãy chọn kỳ vọng mà bạn thích:

Quyết định (i): Chọn giữa P1(\$240) và P2(0.25, \$1,000)

Quyết định (ii): Chọn giữa P3(-\$750) và P4(0.75, -\$1,000)

Nói cách khác, lựa chọn đầu tiên là sự lựa chọn giữa việc chắc chắn có \$240 và việc có được \$1,000 với xác suất 25%. Trong lựa chọn thứ hai, ta sẽ lựa chọn giữa việc chắc chắn mất \$750 và việc sẽ mất \$1,000 với xác suất 75%. Với vấn đề 1 có 84% câu trả lời là sẽ lựa chọn P1 đối với quyết định (i), điều này phù hợp với sự e ngại rủi ro. Đồng thời, 87% lựa chọn P4 đối với quyết định (ii), điều này lại nhất quán với sự tìm kiếm rủi ro. Lý thuyết hữu dụng kỳ vọng không cho phép thay đổi thái độ đối với rủi ro. Tuy nhiên, lý thuyết triển vọng thì có, và thái độ đối với rủi ro tùy thuộc vào bản chất của triển vọng, như chúng ta sẽ thấy trong phần tiếp theo.

Khía cạnh 1: Con người đôi khi thể hiện sự e ngại rủi ro và đôi khi lại thể hiện sự tìm kiếm rủi ro, tùy thuộc vào bản chất của triển vọng.

Các nhà nghiên cứu cũng chú ý rằng được (lời) và mất (lỗ) thường như là điều mà con người quan tâm chứ không phải là mức tài sản. Trong vấn đề trước, chúng ta đã thấy sự e ngại rủi ro trong trường hợp “được” và sự tìm kiếm rủi ro trong trường hợp “mất”. Điều đó cho thấy một ranh giới giữa sự e ngại rủi ro và sự tìm kiếm rủi ro. Ngược lại, lý thuyết hữu dụng kỳ vọng sử dụng mức tài sản làm một biến quan trọng trong hàm hữu dụng, chứ không phải sự thay đổi của mức tài sản và không cho phép có ranh giới giữa sự e ngại rủi ro và tìm kiếm rủi ro, con người được giả định là có khẩu vị rủi ro không đổi. Bạn sẽ lựa chọn cho vấn đề sau như thế nào?⁴

Vấn đề 2:

Quyết định (i): Giả sử hiện tại bạn có thêm được \$300. Và bạn chọn lựa giữa P5(\$100) và P6(0.50, \$200).

Quyết định (ii): Giả sử hiện tại bạn có thêm được \$500. Và bạn sẽ chọn lựa giữa P7(-\$100) và P8(0.50, -\$200).

Chú ý rằng hai quyết định này thực tế giống nhau. Trong cả hai trường hợp, quyết định chọn giữa việc chắc chắn có \$400 và việc sẽ có 50% cơ hội có \$500 và 50% cơ hội có \$300. Có 72% người trả lời sẽ chọn P5 và 64% chọn P8. Với quyết định (i) thể hiện sự e ngại rủi ro nhưng quyết định (ii) lại thể hiện sự tìm kiếm rủi ro. Điều đó cho thấy thái độ đối với rủi ro là không giống nhau giữa việc được và mất, nghĩa là sự thay đổi của mức tài sản, chứ không phải là mức tài sản, mới thực sự là vấn đề. Con người đánh giá kết quả dựa trên việc được và mất, so với một điểm tham chiếu, điểm tham chiếu này thường là mức tài sản hiện tại. Chú ý trong vấn đề này, cả hai quyết định giả định một mức tài sản khởi đầu khác nhau. Lý thuyết hữu dụng kỳ vọng giả định con người đánh giá các kết quả dựa trên mức tài sản cuối cùng, bất kể mức tài sản ban đầu như thế nào. Điều đó đưa đến khía cạnh thứ hai của việc ra quyết định:

Khía cạnh 2: Việc đánh giá các triển vọng của con người phụ thuộc vào được (lời) và mất (lỗ) so với một điểm tham chiếu. Điểm tham chiếu này thường là trạng thái hiện tại.

Các nhà nghiên cứu cũng chú ý rằng con người thường như cảm thấy mất nhiều hơn là được với cùng một giá trị tuyệt đối bằng nhau. Xem xét vấn đề thứ ba:⁵

Vấn đề 3:

Với x là bao nhiêu thì bạn sẽ không thấy có sự khác biệt giữa P9(0) và P10(0.50, x , -\$25)?

P9 là chắc chắn. Kết quả trung bình của thử nghiệm là \$61.⁶ Trong một trò may rủi, với việc mất \$25, một người đòi hỏi phải được \$61 để không thấy có sự khác nhau giữa việc chấp nhận hay từ chối trò may rủi này. Và điều này cho thấy rất rõ con người e ngại “sự mất mát” (loss aversion). Ngoại sự mất mát là khái niệm mô tả hành vi quan sát được đối với hầu hết con người, theo đó “mất” lớn hơn là “được”. Chú ý rằng, trường hợp trung lập với rủi ro hàm ý $x = \$25$, con số trên (\$61) phải lớn hơn hai lần giá trị tuyệt đối của khoản bị mất (-\$25) để dẫn đến sự không khác biệt giữa hai triển vọng. Lựa chọn của bạn có giống trung bình không, hay bạn đòi hỏi một giá trị lớn hơn hay nhỏ hơn? Quan sát vấn đề cơ bản thứ ba về hành vi lựa chọn của con người dẫn đến:

Khía cạnh 3: Con người ngại mất mát (thua lỗ) vì mất mát lớn hơn được

Vấn đề quan trọng cần lưu ý là sự e ngại mất mát tương đối khác với sự e ngại rủi ro. Con người thích một thứ chắc chắn hơn so với một trò may rủi có các kết quả đều ra dương khi giá trị kỳ vọng là như nhau (ví dụ chắc chắn có \$75 so với \$50 và \$100 với xác suất 50/50). Sự e ngại của họ đối với các trò may rủi như vậy sẽ yếu hơn nhiều khi một trong số các kết quả có thể đẩy họ đến chỗ thua lỗ (vấn đề 3).

HÀM GIÁ TRỊ

Những kết quả tóm tắt ở trên khiến các nhà nghiên cứu nghĩ đến lý thuyết khác thay thế lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Lý thuyết triển vọng đưa ra một mô hình ra quyết định dưới điều kiện rủi ro mà có sự kết hợp với hành vi được quan sát như trên.⁷ **Hàm giá trị (value function)** trong lý thuyết triển vọng thay thế cho hàm hữu dụng trong lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Trong khi mức hữu dụng được đo lường bằng mức độ tài sản, thì giá trị lại được định nghĩa bằng việc được và mất so với một điểm tham chiếu. Ba khía cạnh quan sát được từ việc ra quyết định được mô tả trên đây đòi hỏi các đặc điểm của hàm giá trị như sau: Con người thể hiện sự e ngại rủi ro trong miền lời và tìm kiếm rủi ro trong miền lỗ, điều đó có nghĩa là hàm giá trị lõm trong miền lời và lồi trong miền lỗ; các quyết định chú trọng vào lời và lỗ, điều này có nghĩa là: hàm giá trị không phải là mức tài sản, mà là sự thay đổi của mức tài sản; và con người ghét bị mất mát (thua lỗ), do đó hàm giá trị dốc hơn trong miền lỗ so với miền lời.

Ngoài ra, thay vì sử dụng xác suất đơn giản như trong lý thuyết hữu dụng kỳ vọng, lý thuyết triển vọng sử dụng **tỷ trọng quyết định (decision weight)**. Các tỷ trọng quyết định này là một hàm xác suất. Chúng ta sẽ sử dụng $v(z)$ để đề cập đến sự thay đổi của mức tài sản, ở đây z thay cho w (mức tài sản). Chúng ta cũng sẽ gọi giá trị của các triển vọng là $V(P)$. Đối với triển vọng $P(pr, z1, z2)$, giá trị được tính như sau:

3.1

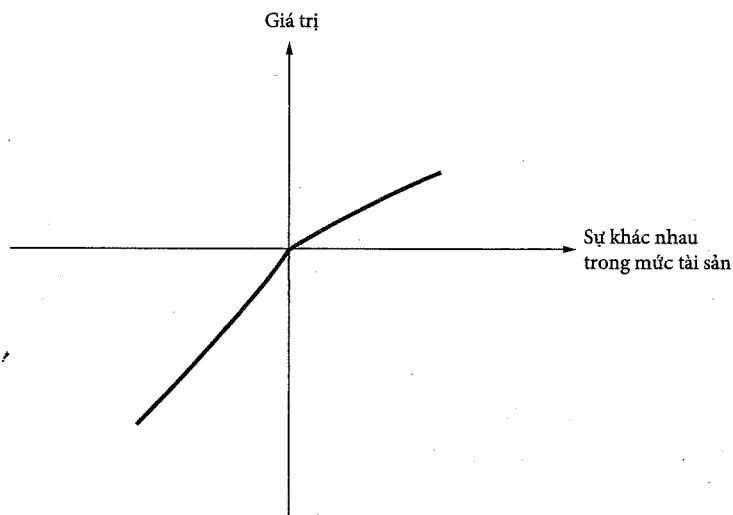
$$V(pr, z1, z2) = V(P) = \pi(pr) * v(z1) + \pi(1-pr) * v(z2)$$

Trong đó: $\pi(pr)$ là trọng số quyết định ứng với xác suất pr . $V(P)$ là giá trị của triển vọng, tương tự như $U(P)$ (hữu dụng kỳ vọng của một triển vọng).⁸

Hình 3.1 mô tả một hàm giá trị điển hình. Các thay đổi của mức tài sản so với một điểm tham chiếu sẽ xác định giá trị trên trục tung, thay vì mức tài sản cuối cùng. Chú ý hàm giá trị lõm trong miền dương, phù hợp với sự e ngại rủi ro và lồi trong miền âm, phù hợp với sự tìm kiếm rủi ro.

Cuối cùng lưu ý rằng, mặc dù e ngại rủi ro trong miến lời và tìm kiếm rủi ro trong miến lỗ, giá trị tuyệt đối của khoản lỗ sẽ lớn hơn các khoản lời. Điều này là rõ ràng vì hàm giá trị đối với các khoản lỗ thì dốc hơn đối với các khoản lời, có nghĩa là khoản lỗ có tác động lớn hơn so với khoản lời với cùng giá trị tuyệt đối. Nói cách khác, con người thể hiện sự e ngại mất mát. Chúng ta sẽ tạm thời chưa bàn luận nhiều về hàm tỷ trọng cho đến khi chúng ta xem xét đến vé số và bảo hiểm.

Hình 3.1 Hàm giá trị



NHỮNG TÂM VÉ SỐ VÀ BẢO HIỂM

Một câu hỏi mà các nhà nghiên cứu đưa ra: Tại sao con người vừa mua vé số vừa mua bảo hiểm?⁹ Trong khuôn khổ hữu dụng kỳ vọng, đây là một câu đố vì với việc mua vé số, con người đang ưa thích rủi ro. Phần thưởng kỳ vọng từ tấm vé số thực chất nhỏ hơn rất nhiều so với giá của tấm vé đó và tỷ lệ thắng thì rất nhỏ đối với người nắm giữ tấm vé. Với bảo hiểm, con người cũng có thể trả một khoản tiền bảo hiểm để giảm rủi ro, điều này thể hiện sự e ngại rủi ro. Lý thuyết triển vọng có thể giải thích cho việc một số người cùng lúc mua vé số và bảo hiểm. Đó là do con người định một tỷ trọng quá cao cho những sự kiện có xác suất thấp. Cụ thể, như mô tả dưới đây, lý thuyết triển vọng kết hợp việc định tỷ trọng quá cao cho những sự kiện có xác suất thấp, thông qua việc sử dụng hàm tỷ trọng quyết định $\pi(pr)$, thay vì xác suất sự kiện (pr) để xác định giá trị của một triển vọng.

Để xem tại sao việc định một tỷ trọng quá cao là cần thiết, hãy xem lựa chọn sau:¹⁰

Vấn đề 4 (vé số):

Lựa chọn giữa triển vọng P11(0.001, \$5,000) và P12(1.0, \$5).

Mặc dù giá trị kỳ vọng của cả hai triển vọng đều là \$5, nhưng hầu hết mọi người đều thích P11 hơn P12, phù hợp với sự tìm kiếm rủi ro. Do đó, lựa chọn này biểu thị sự ưa thích rủi ro trong miền giá trị dương (miền lời). Trước đó chúng ta đã quan sát một ví dụ khác về sự ưa thích rủi ro, nhưng đó là miền giá trị âm (miền lỗ). Điều đó cho thấy sự ưa thích rủi ro cũng có thể xảy ra ở miền lời.

Vấn đề 5 (bảo hiểm):

Lựa chọn giữa hai kỳ vọng P13(0.001, -\$5,000) và P14(1.0, -\$5).

Trong trường hợp này, con người thường lựa chọn P14, phù hợp với sự e ngại rủi ro. Nhưng sự e ngại rủi ro này lại ở trong miền giá trị âm.

Tóm lại, mặc dù chúng ta thường e ngại rủi ro trong miền giá trị dương, nhưng khi kết quả có một xác suất rất thấp điều này sẽ chuyển thành sự tìm kiếm rủi ro. Ngược lại, thông thường chúng ta tìm kiếm rủi ro trong miền giá trị âm, khi có một khoản lỗ với xác suất rất nhỏ thì điều này sẽ chuyển thành sự e ngại rủi ro. Điều này được Kahneman and Tversky trình bày thông một mẫu hình bốn mặt của thái độ đối với rủi ro.¹¹ Mẫu hình này cho thấy sự e ngại rủi ro đối với các khoản lời và tìm kiếm rủi ro đối với các khoản lỗ khi xác suất của các kết quả là cao, và tìm kiếm rủi ro đối với các khoản lời và e ngại rủi ro đối với các khoản lỗ khi xác suất của kết quả là thấp. Trong một nghiên cứu khác, họ thấy rằng 92% (22 trong số 25) các đối tượng thể hiện đầy đủ mẫu hình này.¹² Rõ ràng bất kỳ lý thuyết khả thi nào về việc ra quyết định dưới điều kiện có rủi ro cũng phải đáp ứng mẫu hình thái độ đối với rủi ro này. Lý thuyết triển vọng đáp ứng được điều đó bằng cách sử dụng một hàm trọng số quyết định phi tuyến, chúng ta sẽ quay trở lại vấn đề này ngay sau đây.

HÀM TRỌNG SỐ

Mặc dù trong phiên bản gốc của lý thuyết triển vọng được công bố vào năm 1979, Kahneman và Tversky đã nói về những điều kiện phù hợp với một **hàm trọng số (weighting function)**, nhưng họ không xây dựng một hàm trọng số rõ ràng. Việc này được dành lại cho các phiên bản thiên về mặt toán học khác của lý thuyết triển vọng, được gọi là **lý thuyết triển vọng tích hợp (cumulative prospect theory)**, được đưa ra năm 1992.¹³ Trong bài viết này, thông số kỹ thuật toán học cho cả hai hàm giá trị và hàm trọng số được trình bày và ước tính.

Trước khi tiếp cận điều này, chúng ta hãy xem xét một hàm trọng số hợp lý có dạng gì. Nhớ lại nghịch lý Allais đã được đề cập trong Chương 1. Trong phần này, chúng ta xem thêm hai vi phạm lý thuyết hữu dụng kỳ vọng được chỉ ra bởi Allais.¹⁴ Vì phạm đầu tiên đưa ra cho chúng ta hiểu biết về sự khác biệt giữa kết quả có khả năng xảy ra cao và kết quả chắc chắn. Vấn đề 6 yêu cầu người đọc đưa ra hai lựa chọn:¹⁵

Vấn đề 6:

Quyết định (i): lựa chọn giữa P15(0.80, \$4,000) và P16(1.00, \$3,000).

Quyết định (ii): lựa chọn giữa P17(0.20, \$4,000) và P18(0.25, \$3,000).

Bạn có lựa chọn giống nhiều người khác không? Đối với quyết định (i), bạn chọn P15 hay P16?. Đối với quyết định (ii), bạn chọn P17 hay P18?

Kahneman và Tversky thấy rằng 80% người trả lời vấn đề 6 đã chọn P16, trong khi đó có 65% chọn P17. Chú ý rằng quyết định (ii) trong vấn đề 6 giống quyết định (i), ngoại trừ xác suất được nhân với 0.25, dường như sự hạ thấp xác suất từ 100% đến 25% (P16 đến P18) có ảnh hưởng lớn hơn so với việc giảm xác suất từ 80% đến 20% (P15 đến P17). Vấn đề này và những vấn đề tiếp theo, là những ví dụ về “hiệu ứng tỷ lệ phổ biến – common ratio effect”. Kahneman và Tversky lập luận rằng nguyên nhân là do con người đánh giá cái chắc chắn so với cái có thể xảy ra. Bởi vì con người dường như định một tỷ trọng quá cao cho những kết quả chắc chắn, Kahneman và Tversky gọi hiện tượng này là **hiệu ứng chắc chắn (certainty effect)**.¹⁶ Điều này có nghĩa là độ dốc của hàm trọng số trong vùng lân cận sự chắc chắn tương đối dốc (tức là, có độ dốc lớn hơn một).

Các vi phạm lý thuyết hữu dụng kỳ vọng tiếp theo sẽ cho chúng ta thấy hàm trọng số sẽ như thế nào trong vùng sự kiện ít có khả năng xảy ra. Bạn sẽ chọn triển vọng nào sau đây?¹⁷

Vấn đề 7:

Quyết định (i): lựa chọn giữa P19(0.45, \$6,000) và P20(0.90, \$3,000).

Quyết định (ii): lựa chọn giữa P21(0.001, \$6,000) và P22(0.002, \$3,000).

Chú ý rằng đối với một người trung lập với rủi ro, P19 ~ P20 và P21 ~ P22, bởi vì giá trị kỳ vọng là như nhau. Kahneman và Tversky thấy rằng 86% người được hỏi đã chọn P20 (ngại rủi ro), nhưng 73% chọn P21 (thích rủi ro). Trong khi trước đó, chúng ta thấy rằng con người định tỷ trọng cao cho xác suất thấp, cả xác suất trong P21 và P22 đều khá thấp, vì vậy việc định tỷ trọng quá cao đối với xác suất 0.001 lớn hơn rất nhiều so

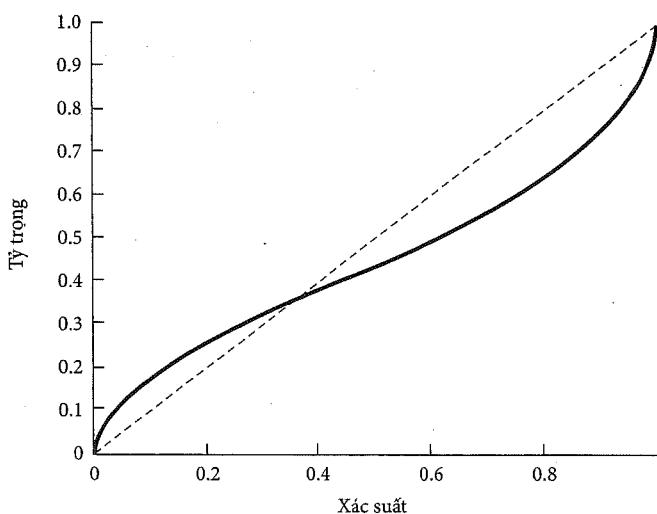
với xác suất 0.002. Điều này cho thấy rằng việc định trọng số cao sẽ lớn nhất tại mức xác suất thấp nhất, nghĩa là hàm trọng số tương đối dốc (tức là, có độ dốc lớn hơn một) trong miền xác suất lân cận 0.

Vậy cho đến giờ chúng ta có được gì? Chúng ta đã có hàm trọng số dốc trong phạm vi $pr = 0$ và $pr = 1$. Sử dụng những điều kiện này và thiết lập $\pi(0) = 0$ và $\pi(1) = 1$, điều đó cho thấy với xác suất trung bình, độ dốc của hàm trọng số tương đối phẳng (nhỏ hơn một). Hình 3.2 mô tả một hàm trọng số phù hợp với tất cả các yêu cầu này. Đôi khi nó được mô tả như là một đường cong chữ S ngược. Phụ lục kèm theo chương này đặt ra một cách chặt chẽ các điều kiện quan trọng mà một hàm trọng số hợp lý phải có.

CÁC HÀM GIÁ TRỊ VÀ HÀM TRỌNG SỐ GIẢ ĐỊNH

Kahneman và Tversky sử dụng một thí nghiệm để xem xét mở rộng sự lựa chọn cá nhân và cung cấp thông tin chi tiết về dạng thức mà hàm giá trị và hàm trọng số có thể có.¹⁸ Đối tượng được yêu cầu cung cấp sự tương đương chắc chắn cho một số triển vọng. Trong chương 1, sự tương đương chắc chắn là mức tài sản khiến cho người ra quyết định không thấy có sự khác nhau giữa triển vọng cụ thể và mức tài sản chắc chắn này. Dựa trên kết quả thí nghiệm, Kahneman và Tversky đề xuất dạng thức giả định cho các hàm giá trị và hàm trọng số và ước tính các thông số liên quan.

Hình 3.2 Hàm trọng số điển hình



Như chúng ta đã biết, một hàm giá trị của lý thuyết triển vọng phản ánh tính lỗm trong miền lời và tính lồi trong miền lỗ và sự e ngại thua lỗ. Một dạng hàm phù hợp các đặc điểm này là:

3.2

$$\nu(z) = z^\alpha \quad 0 < \alpha < 1 \quad \text{nếu } z \geq 0$$

$$-\lambda(-z)^\beta \quad \lambda > 1, 0 < \beta < 1 \quad \text{nếu } z < 0$$

Dạng hàm này được gọi là một hàm số hai thành phần. Dựa trên dữ liệu thực nghiệm, Kahneman và Tversky ước tính α và β là khoảng 0.88 và λ xấp xỉ 2.25. Những ước tính này đưa đến một hàm giá trị này có các khoản lỗ lớn hơn các khoản lời, giống như hình 3.1. Thực tế, hình 3.1 mô tả hàm giá trị cụ thể. Chúng ta nên xem đó là một hàm giá trị của một người ra quyết định cụ thể. Một số người sẽ có các giá trị thông số liên quan thấp/cao hơn.

Kahneman và Tversky cũng đề xuất một hàm trọng số dựa trên các ước tính của họ:¹⁹

3.3a

$$\pi(pr) = \frac{pr^y}{(pr^y + (1-pr)^y)^{\frac{1}{y}}} \quad y > 0, \text{nếu } z \geq 0$$

3.3b

$$\pi(pr) = \frac{pr^x}{(pr^x + (1-pr)^x)^{\frac{1}{x}}} \quad x > 0, \text{nếu } z < 0$$

Hình 3.2 minh họa hàm trọng số này. Trong ước tính của mình, họ tìm ra $y = 0.61$ và $x = 0.69$. Vì độ lớn của chúng gần bằng nhau, nên chúng ta sẽ sử dụng giá trị trung bình (0.65) trong cả hai miền lời và lỗ. Chú ý rằng các kết quả với xác suất thấp có trọng số tương đối cao hơn và sự chắc chắn có trọng số cao hơn so với sự gần chắc chắn, phù hợp với các bằng chứng. Ví dụ, với một sự kiện có xác suất là 10%, $\pi(pr) = 0.1152$, điều này cho thấy những sự kiện có xác suất thấp được định tỷ trọng cao quá mức. Trong phụ lục chúng tôi trình bày một điều kiện gần như chắc chắn – “subcertainty”, có nghĩa là trong khi tổng các xác suất bằng một, thì tổng trọng số quyết định tương ứng thấp hơn so với một ($\pi(pr) + \pi(1 - pr) < 1.0$) trong khi $(pr + (1 - pr)) = 1.0$. Ví dụ trường hợp $pr = 0.90$. Chúng ta có $\pi(0.90) = 0.7355$ và $\pi(0.1) = 0.1152$, do đó $\pi(0.90) + \pi(0.10) = 0.8607$.

Do khả năng giải thích một loạt các hành vi con người khi họ phải đưa ra quyết định trong điều kiện rủi ro, lý thuyết triển vọng có ảnh hưởng và

được công nhận như một sự đóng góp quan trọng cho kinh tế học. Thực tế, năm 2002 Daniel Kahneman đã giành giải Nobel trong Kinh tế học vì “những hiểu biết tổng hợp sâu sắc đối với khoa học kinh tế từ việc nghiên cứu tâm lý học, đặc biệt là liên quan đến việc đánh giá và ra quyết định của con người trong điều kiện không chắc chắn”²⁰. Trong phần tiếp theo, chúng ta sử dụng các nghiên cứu của phần này để đánh giá một số triển vọng mà chúng ta đã xem xét cho đến giờ.

MỘT SỐ VÍ DỤ

Hãy xem xét vấn đề 4, ở đó chúng ta thấy rằng con người thích mua vé số. Giá trị của P11 là:

$$\boxed{3.4} \quad V(P11) = \pi(0.001) * v(5000) = 0.011 * 1799.26 = 19.864$$

So với P12, sự chắc chắn có \$5:

$$\boxed{3.5} \quad V(P12) = \pi(1) * v(5) = 1 * 4.12 = 4.12$$

Vì vậy, chúng ta có thể thấy một người ra quyết định sẽ thích mua vé số. Kết quả này thực tế là do trọng số quyết định $pr = 0.001$ cao hơn khoảng 10 lần so với xác suất.

Một ví dụ khác, xem xét vấn đề 6. Quyết định đầu tiên là giữa P15 và P16, giá trị của triển vọng là:

$$\boxed{3.6} \quad V(P15) = \pi(0.80) * v(4000) = 0.64 * 1478.47 = 946.24$$

$$\boxed{3.7} \quad V(P16) = \pi(1) * v(3000) = 1 * 1147.80 = 1147.80$$

Vì vậy, người ra quyết định thích P16. Và quyết định thứ hai là giữa P17 và P18, giá trị của các triển vọng là:

$$\boxed{3.8} \quad V(P17) = \pi(0.20) * v(4000) = 0.256 * 1478.47 = 384.29$$

$$\boxed{3.9} \quad V(P18) = \pi(0.25) * v(3000) = 0.293 * 1147.80 = 336.66$$

Vì vậy, người ra quyết định thích P17. Lý do của sự thay đổi này là trọng số gắn với sự chắc chắn cao hơn nhiều so với trọng số gắn với khả năng. Trong khoảng giữa (từ $pr = 0.20$ đến $pr = 0.25$), trọng số quyết định tăng nhiều như xác suất.

CÁC VẤN ĐỀ KHÁC

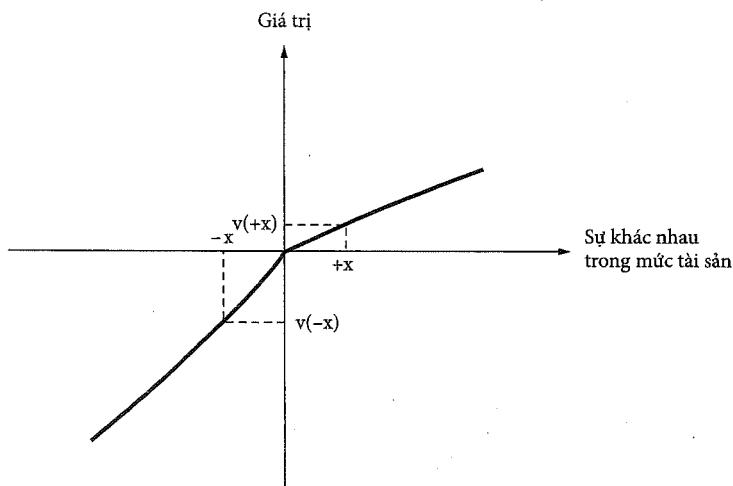
SỰ E NGẠI THUA LỖ PHI RỦI RO Chúng ta đã nhận thấy từ phần thảo luận trước đó là con người không muốn mạo hiểm vì họ là những người ngại thua lỗ. Thông thường, đối với một trò cá cược 50/50 thắng/thua, khoản lỗ phải ít nhất là bằng hai lần khoản lỗ. Sự e ngại thua lỗ cũng có thể xuất hiện trong bối cảnh không có rủi ro. Các thử nghiệm đã kiểm tra việc con người sẵn sàng trả tiền cho một món hàng nào đó so với việc sẵn sàng nhận tiền để trao đổi món hàng giống như vậy. Dưới đây là một minh họa. Sinh viên được đưa tiền và hỏi họ sẽ sẵn sàng trả bao nhiêu cho một chiếc cốc có biểu tượng của trường đại học. Sau đó, một nhóm sinh viên khác được đưa cho những chiếc cốc và hỏi họ sẽ chấp nhận hoán đổi mức giá bao nhiêu. Trong một buổi thảo luận, các sinh viên nhóm đầu đã cho biết chỉ sẵn sàng trả \$1.34 cho một chiếc cốc, nhưng những sinh viên nhóm sau lại không chấp nhận ít hơn \$8.83 cho một chiếc cốc như thế.²¹

Thuật ngữ **hiệu ứng coi trọng hàng hóa sở hữu (endowment effect hay status quo bias)** được sử dụng vì giá trị hàng hóa thường như tăng lên khi người ta đã sở hữu nó. Điều này phù hợp với lý thuyết triển vọng bởi vì sự mất mát (tức là từ bỏ món hàng) được cảm nhận mạnh mẽ hơn nhiều so với lợi ích có được nó.²² Như minh họa trong hình 3.3, nếu chúng ta nghĩ đến chiếc cốc như là tài sản và sự thay đổi tăng và giảm của mức tài sản có cùng độ lớn ($+x$ hoặc $-x$) có tác động hoàn toàn khác nhau lên giá trị. Giá trị tuyệt đối của $v(-x)$ cao hơn gấp đôi giá trị của $v(+x)$. Chúng ta sẽ xem xét lại vấn đề không thích sự thay đổi (status quo bias – định kiến nguyên trạng) trong Chương 5.

NGUỒN GỐC CỦA LÝ THUYẾT TRIỂN VỌNG Lý thuyết hữu dụng kỳ vọng đề cập đến việc con người nên hành động như thế nào, trong khi đó lý thuyết triển vọng lại đề cập đến việc con người thực sự hành động như thế nào. Tại sao có sự khác biệt này? Đến nay chúng ta vẫn không thể giải thích được nguồn gốc của sở thích theo kiểu lý thuyết triển vọng. Nó mang tính xã hội hay tự nhiên? Xem xét các bằng chứng sau đây. Trong một nghiên cứu thực nghiệm gần đây liên quan đến tinh tinh (chimpanzees), hiệu ứng coi trọng hàng hóa sở hữu đã được quan sát trong việc lựa chọn thức ăn.²³ Khi được phép tự do lựa chọn giữa bơ đậu phộng và nước trái cây, 58% số tinh tinh thích bơ đậu phộng. Nhưng khi đã có bơ đậu phộng, 79% thích giữ nó khi được đề nghị đổi cho nước trái cây. Ngược lại, khi đã có nước trái cây, 58% tinh tinh thích giữ nó khi được đề nghị trao đổi. Trong một thử nghiệm khác gần đây

ở khỉ Châu Phi cho thấy có sự phụ thuộc vào điểm tham chiếu và sự e ngại mất mát khi phải đổi mặt với sự mạo hiểm.²⁴

Hình 3.3 Hiệu ứng coi trọng hàng hóa sở hữu



Các thí nghiệm trên đề xuất một nền tảng tiến hóa của lý thuyết triển vọng (đặc biệt đối với sự e ngại mất mát và hiệu ứng coi trọng hàng hóa sở hữu). Khi động vật linh trưởng và con người có cùng hành vi giống nhau, điều này cho thấy hành vi có sự tiến hóa (thích ứng - adaptive) hơn là mang tính xã hội. Sự e ngại mất mát có thể mang tính thích nghi? Xem xét một người nguyên thủy chỉ đủ ăn.²⁵ Có thể tăng lượng thức ăn của mình lên 50% có thể là tốt, nhưng phải chịu xác suất 50% có thể sẽ là thảm họa, điều đó có nghĩa là sự mất mát gây đau khổ lớn hơn so với niềm vui từ việc có được lợi ích nào đó.

LÝ THUYẾT TRIỂN VỌNG VÀ TÂM LÝ HỌC Trong Chương 5 - 7, chúng ta sẽ trở lại với kinh tế học, tài chính và xem xét các nền tảng tâm lý của tài chính hành vi. Trong Chương 5, chúng ta thảo luận phương pháp giải quyết vấn đề dựa vào kinh nghiệm, tức việc ra quyết định dựa trên sự hạn chế về thông tin. Như thảo luận ở phần sau, phương pháp tự nghiệm có một cơ sở tiến hóa. Khi được sử dụng ngoài vùng bản chất của nó, đặc biệt trong một môi trường tài chính phức tạp, chúng có thể dẫn đến việc ra quyết định không tối ưu. Điều tương tự có thể xảy ra đối với lý thuyết triển vọng – nguồn gốc là sự tiến hóa, nhưng có khả năng sẽ không tối ưu khi được sử dụng trong môi trường tài chính. Thật ra, có thể lập luận rằng lý thuyết triển vọng thực tế là một tập hợp các phương pháp tự nghiệm liên quan đến cách mọi người đưa ra sự lựa chọn khi đối mặt với rủi ro.

Chủ đề của Chương 6 là sự tự tin quá mức, thể hiện ở sự lạc quan thái quá và ảo tưởng về khả năng kiểm soát. Ảo tưởng về khả năng kiểm soát là việc một người tin rằng anh ta có một sự kiểm soát “kỳ diệu” đối với các sự kiện. Xu hướng này có thể có liên quan khi con người thể hiện sự tìm kiếm rủi ro hay không?

Trong Chương 7, chúng ta thảo luận về ảnh hưởng của cảm xúc đến quyết định như thế nào. Một số người cho rằng việc ra quyết định dưới điều kiện rủi ro nói chung và lý thuyết triển vọng nói riêng có một cơ sở cảm xúc rất mạnh.²⁶ Phù hợp với điều này, một số bằng chứng cho thấy hàm trọng số biến đổi phi tuyến (khác với tỷ trọng theo xác suất) khi bối cảnh lựa chọn trở nên phụ thuộc nhiều vào cảm xúc.²⁷ Liệu có ngạc nhiên không, khi các hành vi tài chính quan trọng (cụ thể, ảnh hưởng của hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng – house money effect và ảnh hưởng của hiệu ứng ngược vị thế – disposition effect sẽ được thảo luận trong Chương 10) cạnh tranh với lý thuyết triển vọng và những lý giải từ khía cạnh cảm xúc?

CÁC LÝ THUYẾT THAY THẾ KHÁC Người đọc không nên rẽ sang quan điểm cho rằng lý thuyết triển vọng là lý thuyết cuối cùng. Thật ra, có nhiều lý thuyết khác thay thế lý thuyết hữu dụng kỳ vọng được đưa ra. Như một nghiên cứu gần đây viết “Có bao nhiêu người đọc sẽ biết rằng những mô hình hữu dụng phi kỳ vọng này đã tăng gấp đôi?”.²⁸ Một vài trong số các lý thuyết này có tính chuẩn tắc, trong khi những lý thuyết khác lại có tính thực chứng.²⁹

3.3 MẪU HÌNH

Trong Chương 1 chúng ta đã được giới thiệu khái niệm mẫu hình (framing). Nhớ lại rằng một mẫu hình quyết định là quan điểm của người ra quyết định về một vấn đề nào đó và những kết quả có thể có. Mẫu hình bị ảnh hưởng bởi cách trình bày, nhận thức của một người về câu hỏi, và đặc điểm cá nhân của người đó. Nếu quyết định của một cá nhân thay đổi đơn giản là do cách trình bày thay đổi, lý thuyết hữu dụng kỳ vọng sẽ bị vi phạm, vì lý thuyết này giả định rằng sự lựa chọn là nhất quán, bất chấp cách trình bày như thế nào. Chúng ta đã xem xét một minh họa cho thấy cách trình bày thật sự gây ra vấn đề trong vấn đề 2 ở đầu chương, ở đó người trả lời được yêu cầu tưởng tượng những vị thế tài sản ban đầu khác nhau. Bây giờ chúng ta chuyển qua vấn đề khác, ở đó cách trình bày thật sự gây ra vấn đề. Trong tình huống này, các kết quả là phi tiền tệ.

LÝ THUYẾT TRIỂN VỌNG CÓ PHÙ HỢP VỚI NHỮNG KẾT QUẢ PHI TIỀN TỆ?

Trong các vấn đề sau, bạn sẽ chọn chương trình A hay B?³⁰

Vấn đề 8 (mẫu hình sống sót):

Hãy tưởng tượng, Mỹ đang chuẩn bị cho một đợt bùng phát căn bệnh Châu Á bất thường, được cho là sẽ giết chết 600 người. Hai chương trình có thể thay thế nhau được đề xuất để chống lại căn bệnh. Giả sử rằng các ước tính khoa học một cách chính xác các hậu quả của những chương trình như sau:

Nếu chương trình A thông qua, 200 người được cứu.

Nếu chương trình B thông qua, xác suất $\frac{1}{3}$ là 600 người sẽ được cứu, và xác suất $\frac{2}{3}$ là không ai được cứu.

Hai chương trình này bạn ủng hộ chương trình nào?

Số người trả lời vấn đề 8, 72% chọn chương trình A. Đa số họ có vẻ sợ rủi ro. Chú ý điều gì sẽ xảy ra khi vấn đề tương tự được trình bày theo cách khác:

Vấn đề 8 (mẫu hình tử vong):

Hãy tưởng tượng, Mỹ đang chuẩn bị cho một đợt bùng phát căn bệnh Châu Á bất thường, được cho là sẽ giết chết 600 người. Hai chương trình có thể thay thế nhau được đề xuất để chống lại căn bệnh. Giả sử rằng các ước tính khoa học là chính xác các hậu quả của những chương trình như sau:

Nếu chương trình C thông qua, 400 người sẽ chết.

Nếu chương trình D thông qua, xác suất $\frac{1}{3}$ là không ai chết, và xác suất $\frac{2}{3}$ là 600 người sẽ chết.

Hai chương trình này bạn ủng hộ chương trình nào?

Trong trường hợp này, 78% số người được hỏi đã chọn chương trình D. Mặc dù những vấn đề này giống hệt nhau, lúc này đa số có vẻ tìm kiếm rủi ro. Kahneman và Tversky tìm thấy rằng sự thay đổi này trong khẩu vị rủi ro của sinh viên, giảng viên, và bác sĩ là như nhau. Đây là một minh họa rõ ràng cho ảnh hưởng của mẫu hình lên sự lựa chọn.

Kết quả này phù hợp với lý thuyết triển vọng một khi chúng ta nhận ra rằng mô tả hai vấn đề cho thấy việc sử dụng các điểm tham chiếu khác nhau: các mẫu hình sống sót bắt đầu từ tử vong hoàn toàn và di chuyển dần về chiều sống sót một phần trong khi mẫu hình tử vong bắt đầu từ

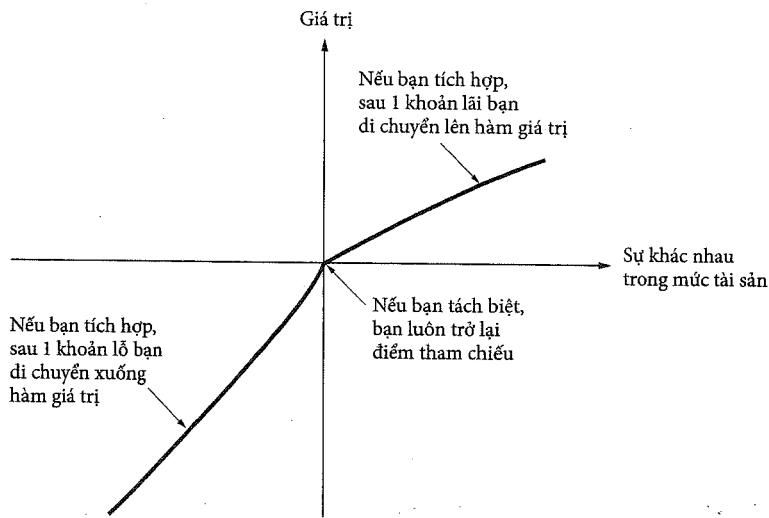
sống sót hoàn toàn và di chuyển về chiêu tử vong một phần. Cứu mạng sống (mẫu hình sống sót) là một lợi ích, trong khi thừa nhận số tử vong (mẫu hình tử vong) là thiệt hại. Vì mọi người thiên về e ngại rủi ro, sự thiệt hại mạng sống trong mẫu hình tử vong lớn hơn việc mạng sống được cứu trong mẫu hình sống sót.

TÍCH HỢP SO VỚI TÁCH BIỆT

Trong hai vấn đề trước, các câu hỏi được đặt ra để khuyến khích một điểm tham chiêu, cụ thể (ví dụ: tính mạng được cứu hoặc tử vong). Trong nhiều trường hợp, người ra quyết định tự lựa chọn điểm tham chiêu, và kết quả là tích cực hay tiêu cực sẽ phụ thuộc vào điểm tham chiêu được chọn. Ví dụ, giả sử bạn đã thua \$150 trong trường đua ngựa hôm nay.³¹ Bạn đang xem xét một cuộc cá cược khác \$10 tiếp theo và là cuộc đua ngựa cuối trong ngày với tỉ lệ 15:1. Điều này có nghĩa là nếu ngựa của bạn thắng, bạn sẽ nhận được tiền thắng cuộc là \$150, nhưng nếu ngựa của bạn thua, bạn sẽ mất \$10 đặt cược. Chú ý điểm tham chiêu của người cá cược có tầm quan trọng ở đây: Nếu người cá cược gộp thua lỗ trong ngày, anh ta sẽ nhận được kết quả hoặc là trở về điểm hòa vốn nếu con ngựa thắng hoặc là mất \$150 nếu con ngựa thua. Nhưng nếu người cá cược lờ đi thua lỗ của anh ta trước đó và xem xét điểm tham chiêu mới, kết quả cá cược cuối cùng là nhận thêm \$150 hoặc mất \$10. Lý thuyết triển vọng dự đoán rằng người ra quyết định chấp nhận cách tiếp cận thứ hai là tách biệt các kết quả sẽ ít có xu hướng chấp nhận rủi ro trong tình huống này, bởi vì thứ nhất, đánh cược chia đôi giữa thua và thắng, vì thế e ngại rủi ro cản trở anh ta và thứ hai, do chúng ta đang ở trong miền lời, hàm giá trị là lõm. Ngược lại, một người ra quyết định dùng điểm tham chiêu ban đầu và tích hợp các kết quả đánh cược trong ngày sẽ mạo hiểm với rủi ro hơn từ vì người này đang ở trong miền lõm. Với những mẫu người này, lần cược cuối thể hiện một cơ hội hòa vốn.

Hình 3.4 minh họa sự khác biệt giữa **sự tích hợp (integration)** và **sự tách biệt (segregation)**. Tích hợp xảy ra khi các vị thế (kết quả qua các lần) được cộng lại với nhau, trong khi tách biệt xảy ra khi mỗi tình huống được xem là một lần. Hầu như, lý thuyết triển vọng chuẩn cho rằng con người tách biệt, mặc dù Kahneman và Tversky đã thừa nhận rằng đôi khi con người làm theo mẫu hình tích hợp. Hai ông lưu ý, ví dụ, vào cuối ngày đua ngựa, có nhiều đặt cược hơn hàm ý rằng ít nhất một số người đặt cược sẽ tích hợp các kết quả của các cuộc đua trong ngày và chấp nhận nhiều rủi ro hơn, mà thường họ sẽ không chấp nhận, nhằm cố gắng để đạt hòa vốn.³²

Hình 3.4 Tích hợp so với tách biệt



Trong ví dụ về đua ngựa, một vài người sẵn lòng gia tăng rủi ro để hòa vốn. Khi rủi ro gia tăng sau khi thua lỗ, điều này được gọi là **hiệu ứng hòa vốn (break even effect)**. Theo lý thuyết triển vọng, người ta sẽ hành xử thế nào sau các khoản lời? Tính đối xứng sẽ gợi ý là việc chấp nhận rủi ro sẽ giảm, nhưng sự thật lại không phải vậy. Nếu các quyết định mới (có đặt cược hay không và đặt cược bao nhiêu vào cuộc tiếp theo) được tích hợp thêm với phần lãi trước đó, lúc đó vì bạn đã di chuyển lên phía trên của hàm giá trị và có một khoảng cách hơi xa biên lỗ, có khả năng là bạn sẽ sẵn lòng chấp nhận rủi ro lớn hơn. Sử dụng ngôn ngữ của sòng bạc, bạn đang cá cược bằng thu nhập ngoài kỳ vọng. **Hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng (house money effect)** có hiệu lực khi một số người chơi chấp nhận rủi ro cao hơn sau khi thắng cược trước đó. Các hiệu ứng hòa vốn và hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng đều quan trọng trong bối cảnh ra quyết định tài chính, vì chúng ảnh hưởng tới quyết định sau khi danh mục tăng trưởng hay giảm sút. Do đó, chúng sẽ được xem xét nhiều hơn trong chương 10. Bây giờ chúng ta sẽ chuyển sang vấn đề liên quan đến tính toán bất hợp lý, nơi vấn đề tích hợp hay tách biệt cũng rất quan trọng.

3.4 TÍNH TOÁN BẤT HỢP LÝ

Như chúng ta đã thấy, cách trình bày các kết quả cũng có ảnh hưởng quan trọng đến việc ra quyết định. Chúng ta chuyển sang một ví dụ về vấn đề

này trong bối cảnh phi rủi ro. Trả lời có hoặc không cho câu hỏi sau đây:

Vấn đề 9:

Hãy tưởng tượng bạn đã quyết định xem một vở kịch tại với phí vào cửa là \$10 một vé. Khi vào nhà hát, bạn phát hiện ra bạn mất tờ giấy bạc \$10. Bạn sẽ vẫn tiếp tục trả \$10 cho một vé để xem?

Lưu ý câu trả lời của bạn, và sau đó trả lời có hoặc không cho câu hỏi tiếp theo.³³

Vấn đề 10:

Hãy tưởng tượng bạn đã quyết định xem một vở kịch và phải trả phí vào cổng là \$10 một vé. Khi vào nhà hát, bạn phát hiện ra bạn mất vé. Chỗ ngồi không được đánh dấu và vé không thể cấp lại. Bạn sẽ trả \$10 cho một vé khác?

Tất nhiên là không có gì thực sự khác nhau giữa hai câu hỏi. Một lượng tiền nhất định (\$10) đã mất vĩnh viễn, và quyết định duy nhất mà bạn phải đưa ra là liệu việc xem kịch có đáng giá 10\$ đối với bạn hay không. Việc \$10 bị mất dưới hình thức tiền mặt hay dưới dạng một chiếc vé thì thật sự không liên quan. Mọi người có thấy được điều này? Nhiều người thì không. Trong số những người trả lời cho câu hỏi đầu tiên, 88% trả lời là họ sẽ mua một tấm vé. Tuy nhiên trong số những người được hỏi phiên bản thứ hai của câu hỏi, phần lớn (54%) cho biết họ sẽ không mua vé.

MỞ VÀ ĐÓNG TÀI KHOẢN

Sự khác biệt trong các câu trả lời là do **tính toán bất hợp lý (Mental Accounting)**. Tính toán bất hợp lý là một phương pháp mọi người sử dụng để quản lý việc ra quyết định. Theo Richard Thaler, “tính toán bất hợp lý là một tập hợp các hoạt động nhận thức của cá nhân và hộ gia đình để tổ chức, đánh giá, và theo dõi các hoạt động tài chính”³⁴. Các thành phần chủ yếu của tính toán bất hợp lý là sự phân định tài khoản, đóng tài khoản, và đánh giá tài khoản. Hãy xem xét các loại tài khoản có thể tồn tại. Nhiều người đặt tiền của họ ở những tài khoản danh nghĩa khác nhau (*silos*): tiêu dùng (thức ăn, nhà ở, giải trí, kì nghỉ), tài sản (tài khoản séc, tiết kiệm hưu trí), và thu nhập (tiền lương, tiền thưởng). Chú ý một điểm quan trọng là thông thường những “tài khoản” này được hình thành trong trí óc hơn là thể hiện dưới dạng một tài khoản thực. Chẳng hạn, hầu hết chúng ta không thiết lập hẳn một tài khoản ngân hàng (hoặc heo đất) cho việc giải trí.

Theo truyền thống, các nhà kinh tế giả định rằng các khoản tiền có thể

thay thế được, nhưng điều này không hẳn như vậy, bởi vì phương pháp phân chia thành các tài khoản khác nhau được xây dựng từ sự tính toán trong trí óc. Những quyết định thực tế mà con người thực hiện cho thấy rằng tiền thì không phải lúc nào cũng có thể thay thế cho nhau. Mặc dù có thể dẫn đến những hành vi sai lệch hoặc hành vi khác lạ, sự phân chia các tài khoản trong trí óc có thể có một lợi ích kèm theo, giúp mọi người phát huy sự tự chủ, khuyến khích việc dùng các quy tắc như “không dùng vào tiền tiết kiệm ưu trí” và “không dùng thanh toán cho các hàng hóa hay dịch vụ xa xỉ (giống như một kì nghỉ đến Cancun hoặc Crete) vượt quá số tiền tiết kiệm”.³⁵ Do đó, mọi người có thể được khuyến khích sử dụng tốt nhất và tiết kiệm thêm.

Quay trở lại với vấn đề vé vé xem kịch, khi chiếc vé ban đầu được mua, một “tài khoản mua vé” đã được thiết lập. Nếu tất cả đúng theo kế hoạch này, việc xem vở kịch sẽ được thực hiện bằng cách sử dụng tấm vé ban đầu, niềm vui xem kịch sẽ bù đắp chi phí của tấm vé, và “tài khoản mua vé” sẽ được đóng lại. Trong vấn đề 9, mất tờ giấy bạc \$10 không trực tiếp liên quan đến tấm vé, nên mọi người sẵn lòng mua một tấm vé mới. Mặc dù không vui về việc mất \$10, không có những giới hạn về ngân sách, không có lý do gì để kết nối việc mất mát này với quyết định mua vé. Ngược lại, trong vấn đề 10, giá của một tấm vé mới sẽ được ghi vào “tài khoản mua vé” vẫn đang mở, vì thế giá của một tấm vé bây giờ có vẻ là \$20, đây là giá khiến nhiều người thấy là quá cao.

ĐỊNH GIÁ TÀI KHOẢN VÀ LỰA CHỌN THỜI ĐIỂM ĐÓNG TÀI KHOẢN

Trong vấn đề trên, có một khoảng thời gian mặc nhiên để đóng các tài khoản. Khi một món hàng tiêu dùng được thanh toán trước, tài khoản này sẽ đóng khi món hàng đó thực sự được sử dụng (như là vở kịch đã được xem). Tuy nhiên, các tài khoản khác có thể khó thấy hơn. Xem xét một trường hợp, ở đây cần thận trọng hơn về việc khi nào các tài khoản có thể định giá hoặc đóng lại. Các tài khoản được thiết lập cho tiết kiệm và đầu tư rơi vào loại này. Các tài khoản này được xem xét thường xuyên như thế nào, hằng ngày hay một năm một lần? Và một câu hỏi khác: Mức độ thường xuyên và trong tình huống nào thì các tài khoản này sẽ đóng lại - bất cứ khi nào chúng được kiểm tra hay khi có những hành động cấp bách khác? Câu trả lời chắc chắn phụ thuộc vào từng loại tài khoản. Hành vi đối với tiết kiệm ưu trí có khả năng không giống với hành vi liên quan đến khoản “tiền ăn trưa” của bạn.

Lý thuyết triển vọng nói cho chúng ta biết con người cảm thấy các khoản lỗ nghiêm trọng hơn so với các khoản lời. Điều này ngũ ý một sự cẩn trọng như khi chúng ta đóng một tài khoản, họ có thể lựa chọn né tránh làm điều này nếu kết quả lỗ xảy ra. Ngược lại, nếu kết quả sẽ là một khoản lời, họ hoàn toàn sẵn lòng đóng tài khoản. Một ví dụ của điều này là trong bối cảnh một danh mục đầu tư chứng khoán. Xem xét một nhà đầu tư đã chứng kiến một trong những cổ phiếu trong danh mục của mình giảm giá, nếu tiếp tục giữ nó, anh ta sẽ xem nó như một “khoản lỗ trên giấy tờ” (paper loss). Điều này nghĩa là tài khoản vẫn còn mở. Bán cổ phiếu này, điều thực sự được khuyến khích từ góc độ thuế, lại đòi hỏi phải đóng tài khoản và trải nghiệm thương đau. Ngược lại, bán một cổ phiếu lời cho phép đóng một tài khoản tại điểm có lãi và hưởng phần lãi có được. Khuynh hướng tránh việc bán khi giá giảm được biết đến như là **hiệu ứng ngược vị thế (disposition effect)**.³⁶ Đây là một điểm quan trọng trong hành vi nhà đầu tư, và chúng ta sẽ xem xét chi tiết hơn trong Chương 10.

Hiệu ứng ngược vị thế, cùng với thảo luận trước về hiệu ứng hòa vốn và hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng, cho rằng các quyết định thường **phụ thuộc vào chiều hướng (path dependence)** dẫn tới chúng. Sự phụ thuộc chiều hướng này xuất hiện nếu đối với quyết định của bạn, việc bạn đã làm thế nào là quan trọng thay vì chỉ chú tâm vào vị trí hiện tại của bạn. Phải luyện tập tinh thần rất lớn để đơn giản chỉ nhìn thẳng mà không đau buồn hay hả hê với những gì xảy ra. Có vẻ như có nhiều cách để làm điều này.

ĐÓNG, TÍCH HỢP VÀ TÁCH BIỆT

Xem xét những điều đang xảy ra trong ví dụ trước về cổ phiếu. Theo hàm giá trị triển vọng, một khoản lỗ làm cho người ta đau buồn, đó là lí do tại sao nhà đầu tư trì hoãn việc bán cổ phiếu. Trong thực tế, mẫu hình của nhà đầu tư này là tích hợp các quyết định hiện tại và thành quả trong quá khứ của cổ phiếu. Tách biệt sẽ như thế nào? Tách biệt sẽ hàm ý việc chia tách quá khứ với các quyết định được thực hiện bây giờ. Vì vậy các dạng nhà đầu tư xem xét cổ phiếu và thấy nó đã giảm giá, nhận ra rằng sự kiện này là đã qua, và đặt lại điểm tham chiếu mới ở mức giá cổ phiếu hiện tại, là sự tách biệt. Phương pháp này sẽ ngăn chặn ảnh hưởng của hiệu ứng ngược vị thế.

Ví dụ về mua vé xem kịch cho biết điều gì? Trong vấn đề này, thanh toán thêm \$10 cho một tấm vé phụ thuộc vào việc mất \$10 trước là tích

hợp hay tách biệt so với chi phí tấm vé. Nếu mất tấm vé 10\$ xem kịch trong ván đề 10 được cộng vào giá trị của tấm vé mới, người ra quyết định sẽ cho rằng giá của vé mới là \$20, như phân lớn những người phỏng vấn đã làm. Nhưng một lần nữa, một cái nhìn đúng sẽ là tách biệt và nhận ra chiếc vé bị mất ban đầu là một chi phí chìm.³⁷

3.5 TỪ LÝ THUYẾT ĐỀN THỰC TIỄN

Mặc dù lý thuyết triển vọng là một lý thuyết hành vi nổi bật, nhưng nó không được tất cả mọi người chấp nhận. Một số nhà kinh tế đặt câu hỏi về mức độ tin cậy của những thách thức đối với lý thuyết hữu dụng kỳ vọng được nêu ra ở đầu chương này, do nhiều nghiên cứu dựa trên các ván đề lựa chọn mang tính giả định được đặt ra cho các sinh viên.³⁷ Trong kinh tế học, điều quan trọng là các nhà nghiên cứu phải đảm bảo rằng người ra quyết định có một động cơ hợp lý, điều này có nghĩa là tiền thực quan trọng hơn các kết quả giả định. Những người khác thì cho rằng sinh viên không đại diện cho công chúng nói chung. Sau đó, các nhà nghiên cứu tiếp tục công bố các hiện tượng mà Kahneman và Tversky tìm thấy trên nhiều nhóm chủ thể khác nhau, bao gồm những người tham gia các gameshow.⁴⁰ Mặc dù nhiều thí nghiệm trình bày kết quả phù hợp với lý thuyết triển vọng, nhưng một số khác thì không.⁴¹ Cuối cùng, điều quan trọng cần nhớ là lý thuyết triển vọng là một mô hình về hành vi cá nhân. Nghiên cứu về hành vi đối với lựa chọn cá nhân và kết quả thị trường đều dựa trên các bằng chứng cho thấy các cá nhân bị ảnh hưởng một cách hệ thống bởi tác động tâm lý. Tuy nhiên, không hoàn toàn rõ ràng làm thế nào để tổng hợp hành vi cá nhân nhằm dự đoán quyết định của một nhóm hoặc kết quả của thị trường – là mối quan tâm đặc biệt của chúng ta trong tài chính.⁴²

Theo Vernon Smith, nhà kinh tế học đoạt giải Nobel kinh tế, “những lý thuyết được xây dựng tốt trong hầu hết các ngành khoa học có xu hướng được dẫn dắt bởi nhiều quan sát, điều này đến lượt nó lại kích thích sự tò mò về việc điều gì giải thích cho các quy tắc được ghi nhận đó”.⁴³ Trong suốt phần còn lại của cuốn sách này, nhiều quan sát sai lệch với lý thuyết truyền thống sẽ được trình bày. Đó là tính nhất quán của hành vi và điều này đã kích thích sự tò mò của các nhà nghiên cứu hành vi. Bên cạnh việc miêu tả hành vi con người quan sát được, chúng ta sẽ xem xét việc ra quyết định tài chính bị ảnh hưởng như thế nào, cũng như bạn - một người ra quyết định có hiểu biết, có thể làm gì để quyết định tài chính tốt hơn.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

- Sử dụng vấn đề ra quyết định, các nhà tâm lý học đã ghi nhận các vi phạm của lý thuyết hữu dụng kỳ vọng.
- Lý thuyết triển vọng, được xây dựng bởi Kahneman và Tversky, là mô hình hành vi cá nhân được chấp nhận rộng rãi nhất.
- Ba khía cạnh quan trọng trong hành vi quan sát được đó là: e ngại rủi ro trong miền lời và tìm kiếm rủi ro trong miền lỗ; lời và lỗ được định nghĩa so với một điểm tham chiếu, và lỗ tác động mạnh hơn lời (sợ thua lỗ).
- Trong lý thuyết triển vọng, hàm giá trị thay thế ý tưởng về mức hữu dụng.
- Lý thuyết triển vọng sử dụng tỷ trọng cao đối với các xác suất nhỏ để giải thích tại sao một người có thể vừa mua vé số, vừa mua bảo hiểm.
- Lý thuyết triển vọng tích hợp, một phần mở rộng của mô hình ban đầu, bao gồm các trọng số quyết định linh hoạt hơn, phản ánh tỷ trọng cao đối với các suất thấp và các trọng số khác nhau cho các khoản lời và lỗ cùng độ lớn.
- Hiệu ứng chắc chắn chỉ ra rằng con người sẽ định tỷ trọng cao cho các kết quả chắc chắn.
- Kahneman và Tversky sử dụng bằng chứng thực nghiệm để đề xuất dạng hàm giá trị và hàm tỷ trọng.
- Cách thức một vấn đề được trình bày ảnh hưởng đến sự lựa chọn của con người.
- Con người sử dụng tính toán bất hợp lý để tổ chức, đánh giá và giám sát các vấn đề tài chính.
- Ba khía cạnh quan trọng của tính toán bất hợp lý là: các mẫu hình quyết định, phân định tài khoản, và tần suất đánh giá tài khoản.

CAU HỘI THAO LUẬN

- Phân biệt các khái niệm/thuật ngữ sau:
 a. Vé số và bảo hiểm
 b. Tách biệt và tích hợp
 c. Ngại rủi ro và ngại thua lỗ
 d. Hàm tỷ trọng và xác suất sự kiện
- Theo lý thuyết triển vọng, lựa chọn nào được ưa thích hơn?
 a. Triển vọng A hay B
 Quyết định (i). Chọn giữa:
 A(0.80, \$50, \$0) và

- B(0.40,\$100,\$0)
- b. Triển vọng C hay D
- Quyết định (ii). Chọn giữa:
- C(0.00002, \$500,000, \$0)
và
D(0.00001, \$1000,000, \$0)
- c. Nhũng lựa chọn này có phù hợp với lý thuyết hữu dụng kỳ vọng hay không? Tại sao?
3. Xem xét một người có hàm giá trị theo lý thuyết triển vọng như sau:
- $$\begin{aligned} v(w) &= w^{0.5} && \text{nếu } w \geq 0 \\ &= -2(-w)^{0.5} && \text{nếu } w < 0 \end{aligned}$$
- a. Cá nhân này có e ngại thua lỗ không? Giải thích.
- b. Giả sử cá nhân này định tỷ trọng giá trị theo xác suất, thay vì sử dụng hàm tỷ trọng của lý thuyết triển vọng. Triển vọng nào sau đây được ưa thích hơn?
- P1(0.8,1000,-800)
P2(0.7,1200,-600)
P3(0.5, 2000,-1000)
4. Bây giờ xem xét một người có hàm giá trị theo lý thuyết triển vọng như sau:
- $$\begin{aligned} v(w) &= w^{0.8} && \text{nếu } w \geq 0 \\ &= -3(-w)^{0.8} && \text{nếu } w < 0 \end{aligned}$$
- Cá nhân này có hàm tỷ trọng như sau:
- $$\pi(pr) = \frac{pr^y}{(pr^y + (1-pr)^y)^{1/y}}$$
- Với $y = 0.65$
- a. Triển vọng nào sau đây được người này lựa chọn?
PA(0.001,-5000)
PB(-5)
- b. Lặp lại tính toán, nhưng sử dụng xác suất thay vì tỷ trọng? Kết quả này minh họa cho vấn đề gì?
5. Tại sao một số người thích một bữa tối có giá cố định hơn dù chi phí bằng với một bữa tối mà bạn trả cho từng món ăn riêng lẻ? (giả sử thức ăn là như nhau).

LÝ THUYẾT TRIỂN VỌNG, MẪU HÌNH VÀ TÍNH TOÁN BẤT HỢP LÝ

CHƯƠNG 3 PHỤ LỤC

Từ bản thảo đầu tiên về lý thuyết triển vọng năm 1979, Kahneman và Tversky thiết lập các điều kiện dựa trên các chứng cứ thực nghiệm, để đưa ra một hàm trọng số thích hợp. Bên dưới là một danh sách các điều kiện cho giả thuyết hàm trọng số, phương trình 3.3 (được mô tả trong hình 3.2).

ĐIỀU KIỆN

■ Trọng số lớn cho xác suất nhỏ: đối với $p \ll \text{thấp}$ thì $\pi(p) > p$

Từ vấn đề 4 và 5, chúng ta thấy rằng tránh né rủi ro/tìm kiếm rủi ro trong miền lời/lỗ trở thành tìm kiếm/tránh né rủi ro khi kết quả lời/lỗ với các sự kiện có xác suất thấp. Điều này cho thấy trọng số gắn cho sự kiện xác suất thấp thì cao hơn xác suất sự kiện đó. Xem đồ thị cũng có thể thấy, hàm trọng số nằm trên đường 45% (trên đường này $\pi = p$) đối với các xác suất thấp.

■ Điều kiện: Tính cộng dưới (subadditivity): cho $p \ll \text{thấp}$ thì $\pi(r^*p) > r\pi(p)$, trong đó $0 < r < 1$

Bằng trực giác, điều này có nghĩa là đạo hàm bậc hai của

hàm trọng số là âm tại các xác suất thấp. Nếu không như vậy, với các xác suất thấp $\pi(p) > p$, tỷ trọng sẽ di chuyển xa hơn và càng xa giá trị p khi p tăng lên. Nhớ lại rằng lựa chọn P21 so với P22 (từ vấn đề 7) sẽ là:

$$\boxed{\text{A3.1}} \quad \begin{aligned} P21(0.001, \$6,000) &> \\ P22(0.002, \$3,000) \end{aligned}$$

Tính cộng dưới từ sự lựa chọn này. Chúng ta có:

$$\boxed{\text{A3.2}} \quad \begin{aligned} \pi(0.001) * v(6000) &> \\ \pi(0.002) * v(3000) \end{aligned}$$

Sắp xếp và nhớ lại sự tránh né rủi ro trong miền lời ta sẽ có:

$$\boxed{\text{A3.3}} \quad \begin{aligned} \pi(0.001) / \pi(0.002) &> \\ v(3000) / v(6000) &> 0.5 \end{aligned}$$

Biểu thức này được viết lại như sau:

A3.4 $\pi(0.001) > 0.5 \pi(0.002)$

Cho $r = 0.5$ và $p_n = 0.002$, chúng ta có kết quả như trên. Một lần nữa, nhìn vào đồ thị, chúng ta sẽ nhận thấy rằng độ dốc giảm dần vì đạo hàm bậc hai của hàm trọng số là âm đối với các xác suất thấp.

- **Điều kiện Subcertainty:** $\pi(p_n) + \pi(1-p_n) < 1$, trong đó $0 < p_n < 1$

Để chứng minh điều kiện này, nhớ lại những triển vọng mà chúng ta đã từng chứng minh cho nghịch lý Allais trong Chương 1. Quay trở lại với những sự lựa chọn đó, nhưng bây giờ bằng cách sử dụng lý thuyết triển vọng thay cho lý thuyết hữu dụng kỳ vọng, chúng ta có sự lựa chọn đầu tiên (đơn vị triệu đô la):

A3.5 $V(A) = v(\$1) > \pi(0.89) v(\$1) + \pi(0.1) v(\$5) = V(A^*)$

Đơn giản hóa biểu thức trên ta có:

A3.6 $[1 - \pi(0.89)] v(\$1) > \pi(0.1) v(\$5)$

Đối với sự lựa chọn thứ hai, chúng ta có:

A3.7 $V(B^*) = \pi(0.1) v(\$5) > \pi(0.11) v(\$1) = V(B)$

Liên kết 2 biểu thức lại với nhau ta sẽ có:

A3.8 $[1 - \pi(0.89)] v(\$1) >$

$$\pi(0.11) v(\$1)$$

Từ hai biểu thức trên ta có:

A3.9 $1 > \pi(0.11) + \pi(0.89)$

Điều kiện Subcertainty phù hợp với hàm tỷ trọng giả định, như được minh họa trong phần thảo luận của chúng ta về hàm giá trị giả định và hàm tỷ trọng giả định ở phần đầu chương. Ngoài ra, điều này được mô tả khá rõ ràng bằng đồ thị. Một cách logic, nếu có việc định tỷ trọng cao đối với xác suất thấp và điều kiện subcertainty đúng, khi đó, nó phải xảy ra trường hợp là sau một điểm nào đó, xác suất sẽ bị định tỷ trọng thấp thay vì định tỷ trọng quá cao. Chúng ta nhìn thấy điểm giao nhau này trong hình vẽ, ở đó hàm trọng số cắt đường phân giác góc 45% từ phía trên.

- **Điều kiện Subproportionality:** $\frac{\pi(p_n * q)}{\pi(p_n)} \leq \frac{\pi(p_n * qr)}{\pi(p_n * r)}$, trong đó $r \leq 1$

Điều kiện Subproportionality xuất phát từ những lựa chọn trong vấn đề 7. Xem lại lựa chọn đầu tiên:

A3.10 $\pi(0.90) * v(3000) > \pi(0.45) * v(6000)$

Sắp xếp lại kết quả ta có:

A3.11

$$\begin{aligned} v(3000)/v(6000) &> \\ \pi(0.45)/\pi(0.90) \end{aligned}$$

Và sự lựa chọn thứ 2 sẽ là:

A3.12

$$\begin{aligned} \pi(0.001) * v(6000) &> \\ \pi(0.002) * v(3000) \end{aligned}$$

Sắp xếp lại kết quả ta có:

A3.13

$$\begin{aligned} \pi(0.001)/\pi(0.002) &> \\ v(3000)/v(6000) \end{aligned}$$

Liên kết 2 lựa chọn lại ta có:

A3.14

$$\begin{aligned} \pi(0.001)/\pi(0.002) &> \\ \pi(0.45)/\pi(0.90) \end{aligned}$$

Đây sẽ là kết quả kỳ vọng nếu ta cho $pr = 0.9$, $q = 0.5$, và $r = 1/450$. Theo giả định, chúng ta có: $\pi(0.001) = 0.0110$; $\pi(0.002) = 0.01720$; $\pi(0.001)/\pi(0.002) = 0.64$; $\pi(0.45)/\pi(0.90) = 0.55$, điều này phù hợp với yêu cầu.

CHÚ THÍCH

- Phản lớn chương này dựa trên bài báo của Kahneman và Tversky: Kahneman, D., và A. Tversky, 1979, "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica* 47(2), 263-291. Một vài yếu tố được đơn giản hóa trong Tversky, A., và D. Kahneman, 1992, "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty* 5, 297-323, cũng được đưa vào phần phân tích lý thuyết triển vọng của chúng tôi.
- Vấn đề 1 là từ Tversky, A., và D. Kahneman, 1981, "The framing of decisions and the psychology of choice", *Science* 211, 453-458.
- Mặc dù những triển vọng được trình bày dưới dạng đôla, nhưng chúng cũng thường được kiểm nghiệm với các đồng tiền khác và cho kết quả tương tự. Ví dụ, một vài triển vọng ban đầu của Tversky và Kahneman sử dụng đồng shekel của Israel. Trong hầu hết các trường hợp, lợi nhuận chỉ là giả định. Chỉ có một ngoại lệ, xem Laury, S. K., và C. A. Holt, 2005, "Further reflections on prospect theory", Working paper.
- Vấn đề này là từ Tversky, A., và D. Kahneman, 1986, "Rational choice and the framing of decisions", *Journal of Business* 59(4), pt. 2, S251-S278.
- Tversky, A., và D. Kahneman, 1992, "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty* 5, 297-323.
- Tversky, A., và D. Kahneman, 1992, "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty* 5, 297-323.

7. Vấn đề này được mở rộng đối với sự không chắc chắn trong Tversky, A., và D. Kahneman, 1992, "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty* 5, 297-323.
8. Chú ý rằng chúng ta không giả định rằng $\pi(pr) + \pi(1 - pr) = 1$. Thực tế, như đã thảo luận ở phần sau của chương, tổng các tỷ trọng nhỏ hơn 1.
9. Xem Friedman, M., và L. J. Savage, 1948, "The utility analysis of choices involving risk", *Journal of Political Economy* 56(4), 279-304.
10. Vấn đề này từ Kahneman, D. và A. Tversky, 1979, "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica* 47(2), 263-291.
11. Tversky, A., và D. Kahneman, 1992, "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty* 5, 297-323.
12. Tversky, A., và D. Kahneman, 1992, "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty* 5, 297-323.
13. Tversky, A., và D. Kahneman, 1992, "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty* 5, 297-323.
- theory: Cumulative representation of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty* 5, 297-323.
14. Allais, M., 1953, "L'extension des theories de l'équilibre économique general et du rendement social au cas du risqué", *Econometrica* 21(2), tháng 4, 269-290.
15. Vấn đề này từ Kahneman, D. và A. Tversky, 1979, "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica* 47(2), 263-291.
16. Sự thật là sự gần chắc chắn được định tỷ trọng quá cao so với khả năng. Nếu lặp lại Vấn đề 6 và thay thế P16 với 0.99 và P18 với 0.2475, sự lựa chọn tương tự sẽ xảy ra (theo hàm số giả thuyết ở phần kế tiếp của chương).
17. Vấn đề này từ Kahneman, D. và A. Tversky, 1979, "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica* 47(2), 263-291.
18. Tversky, A., và D. Kahneman, 1992, "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty* 5, 297-323.
19. Trong phiên bản đầu tiên năm 1979 của lý thuyết triển vọng, Kahneman và Tversky phỏng đoán rằng hàm tỷ trọng sẽ gấp

- vẫn để ở hai đầu. Mặc dù họ đã lặp lại điều này trong nghiên cứu năm 1992, họ vẫn ước tính nó xuyên suốt toàn bộ khoảng xác suất (bao gồm cả 2 điểm đầu và cuối).
20. Xem http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/ 2002 (30/06/2008)
 21. Ackert, L. F., B. K. Church, và G. P. Dwyer, Jr., 2007, "When the shoe is on the other foot: Experimental evidence on valuation disparities", *Public Finance Review* 35(2), 199-214.
 22. Kahneman, D., J. L. Knetsch, và R. H. Thaler, 1990, "Experimental tests of the endowment effect and the Coase theorem", *Journal of Political Economy* 98(6), 1325-1348.
 23. Brosnan, S. F., O. D. Jones, S. P. Lambeth, M. C. Mareno, A. S. Richardson, và S. J. Schapiro, 2007, "Endowment effects in chimpanzees", *Current Biology* 17(19), 1704-1707.
 24. Chen, M. K., V. Lakshminarayanan, và L. Santos, 2005, "The evolution of our preferences: Evidence from capuchinmonkey trading behavior", Working paper.
 25. McDermott, R., J. H. Fowler, và O. Smirnov, 2008, "On the evolutionary origin of prospect theory preferences", *Journal of Political* 70(2), 335-350.
 26. Loewenstein, G. F., C. K. Hsee, E. U. Weber, và N. Welch, 2001, "Risk as feelings", *Psychological Bulletin* 127, 267-286.
 27. Rottenstreich Y., và C. K. Hsee, 2001, "Money, kisses and electric shocks: On the affective psychology of risk", *Psychological Science* 12, 185-190.
 28. Starmer, C., 200, "Developments in nonexpected utility theory: The hunt for a descriptive theory of choice under risk", *Journal of Economic Literature* 38, 332-382.
 29. Nhũng ví dụ về lý thuyết chuẩn tắc là Machina, M. J., 1982, "Expected utility theory without the independence axiom", *Econometrica* 50, 277-323; và Chew, S. H., L. G. Epstein, và U. Segal, 1991, "Mixture symmetry and quadratic utility", *Econometrica* 59, 139-163. Nhũng ví dụ về các lý thuyết thực chứng là Loomes, G., và R. Sugden, 1982, "Regret theory: An alternative theory of rational choice under uncertainty", *Economic Journal* 92, 805-824; và Gul, F., 1991, "A theory of disappointment aversion", *Econometrica* 59, 667-686.

30. Vấn đề này từ Tversky, A., và D. Kahneman, 1981, "The framing of decisions and the psychology of choice", *Science* 211, tháng 1, 453-458.
31. Tversky, A., và D. Kahneman, 1981, "The framing of decisions and the psychology of choice", *Science* 211, tháng 1, 453-458.
32. Tversky, A., và D. Kahneman, 1981, "The framing of decisions and the psychology of choice", *Science* 211, tháng 1, 453-458.
33. Những vấn đề này từ Tversky, A., và D. Kahneman, 1981, "The framing of decisions and the psychology of choice", *Science* 211, tháng 1, 453-458.
34. Thaler, R. H., 1999, "Mental accounting matters", *Journal of Behavioral Decision Making* 12, 183-206. Nghiên cứu này cung cấp tổng quan về tính toán bất hợp lý.
35. Tự kiểm soát được dung để giải thích tại sao vài nhà đầu tư dường như ưa thích chi trả cổ tức tiền mặt hơn so với lãi vốn. Xem Shefrin, H. M., và M. Statman, 1984, "Explaining investor preference for cash dividends", *Journal of Financial Economics* 13, 253-282.
36. Shefrin, H., và M. Statman, 1985, "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence", *Journal of Finance* 40(4), 777-792.
37. Bạn sẽ hạnh phúc hơn khi tích hợp hay tách biệt các kết quả? Vấn đề này gọi là "điều chỉnh sự hài lòng" (hedonic editing). Vài quy tắc ngón tay cái được đề xuất bằng hình dạng của hàm giá trị. Con người thường khá giả hơn khi tách biệt các kết quả lời bởi vì hàm giá trị lõm trong miền lời và tích hợp các khoản lỗ vì hàm giá trị lồi trong miền lỗ. Ngoài ra, một khoản lỗ nhỏ nên được tích hợp với khoản lời lớn hơn để bù trừ sự ngai thua lỗ, và một khoản lời nhỏ nên được tách biệt với một khoản lỗ lớn hơn. Xem Thaler, R. H., 1999, "Mental accounting matters", *Journal of Behavioral Decision Making* 12, 183-206.
38. Xem Hogarth, R. M., và M. W. Reder, 1986, "Editors' comments: Perspectives from economics and psychology", *Journal of Business* 59(4), S185-S207.
39. Davis, D. D., và C. A. Holt, 1993, *Experimental Economics* (Princeton University Press, Princeton, New Jersey) và Kagel, J. H., và A. E. Roth, eds., 1995, *Handbook of Experimental Economics* (Princeton University Press, Princeton, New Jersey).

40. Xem Tversky, A., và D. Kahneman, 1986, "Rational choice and the framing of decisions", *Journal of Business* 59(4), pt. 2, S251-S278; và Post, T., M. J. an den Assem, G. Baltussen, và R. H. Thaler, 2008, "Deal or no deal? Decision making under risk in a large-payoff game show", *American Economic Review* 98(1), 38-71.
41. Xem Battalio, R. C., J. H. Kagel, và K. Jiranyakul, 1990, "Testing between alternative models of choice under uncertainty: Some initial results", *Journal of Risk and Uncertainty* 3, 25-50; và Baltussen, G., T. Post, và P. Van Vliet, 2006, "Violations of cumulative prospect theory in mixed gambles with moderate probabilities", *Management Science* 52(8), 1288-1290.
42. Xem Ackert, L. F., N. Charupat, B. K. Church, và R. Deaves, 2006, "An experimental examination of the house money effect in a multi-period setting", *Experimental Economics* 9, 5-16; và Levy, J. S., 1997, "Prospect theory, rational choice, and international relations", *International Studies Quarterly* 41, 87-112.
43. Xem Smith, V. L., 1994, "Economics in the laboratory", *Journal of Economic Perspectives* 8(1), 113-131.

NHỮNG THÁCH THỨC ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

CHƯƠNG **4**

4.1 GIỚI THIỆU

Kể từ thời kỳ hoàng kim của lý thuyết thị trường hiệu quả vào khoảng 30 năm trước đây, các nhà nghiên cứu thị trường hiệu quả, kể cả lý thuyết và thực nghiệm, đã dần đánh mất vị thế của mình. Như đã thảo luận trong Chương 2, trong khi những kiểm định ban đầu về thị trường hiệu quả chủ yếu là ủng hộ cho lý thuyết, thì các bằng chứng thực nghiệm gần đây đã phát hiện ra một loạt các bất thường. **Các bất thường (anomalies)** là các kết quả thực nghiệm, mà cho đến khi chưa được giải thích đầy đủ thì có vẻ như chúng đi ngược lại với tính hiệu quả của thị trường. “Có vẻ” là một từ mang “tính động” bởi vì hầu như tất cả các kiểm định về tính hiệu quả của thị trường đều cần phải sử dụng một mô hình định giá tài sản để điều chỉnh rủi ro. Kết quả là các kiểm định về tính hiệu quả về bản chất là kiểm định một giả thuyết không thể kiểm định, điều đó có nghĩa là tính hiệu quả của thị trường và một kỹ thuật điều chỉnh rủi ro nào đó (đa số sử dụng CAPM cho đến các kiểm định gần đây) cùng nhau tạo thành các giả thuyết. Sự bác bỏ hàm ý hoặc là thị trường không hiệu quả hoặc phương pháp điều chỉnh rủi ro không phù hợp (hoặc có thể cả hai). Bởi vì không ai có thể nói là thị trường không hiệu quả hay phương pháp điều chỉnh rủi ro không phù hợp, nên hầu như không thể để bác bỏ tính hiệu quả một cách tuyệt đối. Nửa đầu của chương này xem xét một số những bất thường quan trọng này.

Bất kể các bằng chứng thực nghiệm, những lý do về mặt lý thuyết hàm ý rằng những áp lực định giá hợp lý có thể sẽ yếu hơn nhiều người đã từng nghĩ.¹ Khi những nhà đầu tư đang tìm kiếm cơ hội phát hiện ra việc định giá sai, lẽ dĩ nhiên là họ sẽ cố gắng khai thác chúng thông qua giao dịch của mình. Thị trường hiệu quả hàm ý rằng hành động tập thể của những nhà giao dịch này làm cho các cơ hội kinh doanh chênh lệch giá

bị loại bỏ. Về mặt kỹ thuật, **kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage)** liên quan đến việc mua và bán đồng thời (hoặc bán khống) các chứng khoán (được thay thế hoàn hảo) để chốt lời mà không gặp rủi ro.² Trong nửa thứ hai của chương này, chúng ta sẽ thấy do có những hạn chế đáng kể đối với kinh doanh chênh lệch giá nên không phải tất cả trường hợp định giá sai đều biến mất nhanh chóng. Những giới hạn này bắt nguồn từ rủi ro giao dịch nhiều (khả năng việc định giá sai trở nên tồi tệ hơn trong ngắn hạn); rủi ro cơ bản (là những rủi ro tồn tại khi các chứng khoán không thay thế cho nhau một cách hoàn hảo), và chi phí thực hiện (chi phí giao dịch và việc không có sẵn chứng khoán để bán khống).

4.2 MỘT SỐ BẤT THƯỜNG CHÍNH

Phần này xem xét một vài kết quả nổi bật từ các tài liệu nghiên cứu thực nghiệm về các bất thường. Đặc biệt tập trung vào các vấn đề sau: 1) các phản ứng chậm đổi với những công bố về thu nhập; 2) hiệu ứng công ty nhỏ; 3) giá trị so với tăng trưởng; và 4) quán tính giá (momentum) và sự đảo ngược (reversal). Hai bất thường cuối là đặc biệt quan trọng và chúng xuất hiện nhiều hơn ở phần sau của cuốn sách. Những lý giải cho những bất thường này, ở phương diện hành vi của con người hoặc các hình thức khác, sẽ được trình bày chi tiết trong Chương 13.

PHẢN ỨNG CHẬM VỚI CÁC CÔNG BỐ VỀ THU NHẬP

Các kiểm định về tính hiệu quả của thị trường dựa trên thông tin về các công bố thu nhập thường sử dụng phương pháp **nghiên cứu sự kiện (event study)**.³ Bản chất của một nghiên cứu sự kiện là nhìn vào một số lượng lớn các sự kiện tương tự cho một mẫu các công ty (ví dụ các công bố thu nhập, chia nhỏ cổ phần, thay đổi trong cổ tức, phát hành cổ phần...), tiến hành nghiên cứu trong khoảng thời gian xảy ra sự kiện thay vì khoảng thời gian theo lịch thông thường; tính toán tỷ suất sinh lợi vượt trội vào những ngày trước sự kiện, vào ngày xảy ra sự kiện, và vào những ngày sau khi sự kiện xảy ra; tính trung bình những khoản lợi nhuận vượt trội này (hoặc các phần dư) trên tất cả các sự kiện trong mẫu và sau đó cộng dồn các phần dư trung bình để tính ra phần dư tích lũy trung bình (CARs). Nhớ lại là tỷ suất sinh lợi vượt trội là phần vượt trên những gì cần bù đắp cho rủi ro phải gánh chịu. Nếu thị trường hiệu quả, chúng ta nên kỳ vọng thấy phản ứng tích cực/ tiêu cực với các tin tức tốt/xấu (tức là một sự gia tăng/sụt giảm trong CAR) trong khung thời gian có chứa sự kiện

(cùng với một phản ứng có thể so sánh được vào những ngày trước sự kiện khi tin tức dần được đưa ra), nhưng sẽ không có thêm một phản ứng nào vào những ngày sau khi thông báo được đưa ra, bởi một thị trường hiệu quả đã phản ánh hoàn toàn các thông tin có liên quan ngay lập tức sau khi xảy ra sự kiện.

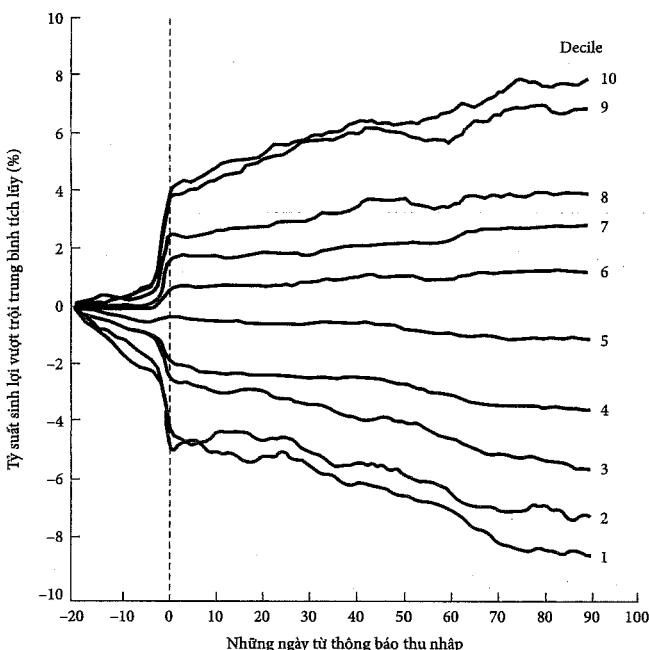
Một sự kiện quan trọng mang tính thường xuyên đối với các công ty là công bố các khoản thu nhập. Các nghiên cứu sự kiện về công bố thu nhập trước đây thường có xu hướng tìm thấy bằng chứng thống nhất với tính hiệu quả của thị trường,⁴ trong khi các nghiên cứu sau này (phương pháp thường tinh vi hơn) lại thường tìm thấy các bằng chứng nghi ngờ về tính hiệu quả. Một ví dụ của các nghiên cứu sau này, Richard Randleman, Charles Jones, và Henry Latane đã tiến hành xem xét dữ liệu tỷ suất sinh lợi hàng ngày xung quanh các thông báo thu nhập hàng quý của khoảng 1.000 công ty trong giai đoạn 1972-1980.⁵ Quy trình của họ là phân chia các thông báo về các khoản thu nhập thành 10 phân vị khác nhau, từ các thu nhập dương bất thường (phân vị 10) cho đến các thu nhập âm bất thường (phân vị 1). Thu nhập bất thường được xác định là các khoản thu nhập được công bố trừ đi các khoản thu nhập kỳ vọng (chia theo độ biến động). Cụ thể hơn, đối với mỗi sự kiện (thu nhập), họ tính toán các khoản thu nhập vượt kỳ vọng được chuẩn hóa (SUE), như sau:

4.1

$$SUE = \frac{EPS - E(EPS)}{SEE}$$

EPS và E(EPS) lần lượt là thu nhập thực tế và thu nhập dự báo trên mỗi cổ phiếu. EPS dự báo được tạo ra bằng một phương trình hồi quy chuỗi dữ liệu theo thời gian, và thành phần chưa thể giải thích trong phương trình được sử dụng để tính toán sai số chuẩn ước tính - SEE, phản ánh độ bất ổn của thu nhập. Dựa vào các giá trị SUE, mỗi công bố được đưa vào một trong các nhóm SUE. Tiếp theo, CAR được tính toán trong các quý liên quan đối với từng nhóm SUE.

Hình 4.1 cho chúng ta thấy được vấn đề. Chú ý rằng thị trường chỉ dự đoán được một mức độ nhất định các khoản thu nhập bất thường dương và âm, bởi vì một tin tức có thể được công bố dưới nhiều hình thức khác nhau (không chỉ đơn

Hình 4.1 Thay đổi CAR đối với các công bố thu nhập quý

Nguồn: *Journal of Financial Economics*, Vol 10, Issue 3, Rendleman, R. J., C. P. Jones, và H. A. Latane, "Empirical anomalies based on unexpected earnings and the importance of risk adjustment", pp. 269 – 287, 11/1982.

thuần là thông báo về thu nhập) và các dự báo công khai về các khoản thu nhập có thể thay đổi từ từ. Ngoài ra, như dự kiến, vào ngày công bố thông tin, thị trường sẽ phản ứng tích cực với các khoản thu nhập bất thường dương và phản ứng tiêu cực với các khoản thu nhập bất thường âm. Đáng chú ý nhất, trái với quan điểm thị trường hiệu quả, chúng ta thấy xuất hiện xu hướng dịch chuyển trong giá, đặc biệt là sau các thông báo bất ngờ về thu nhập rất tốt hoặc rất xấu. Điều này là không phù hợp với thị trường hiệu quả vì dường như xu hướng giá tạo ra khoản lợi nhuận quá lớn đến mức ngay cả khi đã bao gồm các chi phí giao dịch thì vẫn có thể đạt được lợi nhuận đầu cơ.

HIỆU ỨNG CÔNG TY NHỎ

Hiệu ứng công ty nhỏ (small firm effect) là xu hướng các công ty có mức vốn hóa thị trường thấp kiếm được lợi nhuận vượt trội sau khi điều chỉnh rủi ro thị trường. Một ví dụ được đưa ra như sau: sử dụng dữ liệu của thị trường Mỹ để lập một danh mục - mua các công ty nhỏ nhất và bán các

công ty lớn nhất - thì danh mục này có thể kiểm được 1.52% lợi nhuận mỗi tháng trong khoảng thời gian 1931-1975.⁶ Tính bí ẩn càng tăng thêm khi nhiều nghiên cứu nữa cũng chỉ ra rằng hiệu ứng công ty nhỏ xảy ra tập trung vào tháng Giêng, ngụ ý rằng theo một nghĩa nào đó hiệu ứng này là “hiệu ứng tháng Giêng – January effect”⁷.

Có nhiều lý giải khác nhau đã được đưa ra. Các giả thuyết về áp lực bán để “tránh thuế” lập luận rằng một số nhà đầu tư đã bán chứng khoán vào cuối mỗi năm dương lịch để thiết lập một khoản lỗ ngắn hạn nhằm mục đích “né tránh” thuế thu nhập. Áp lực bán vào cuối năm làm giảm giá tạm thời, sau đó sẽ hồi phục trở lại vào tháng Giêng. Quan điểm này được củng cố thêm bởi sự thực là khả năng phục hồi của một cổ phiếu có liên quan trực tiếp đến sự giảm giá của cổ phiếu trong năm trước đó.⁸ Ngay cả khi câu chuyện về thuế là hấp dẫn, tính hiệu quả vẫn chưa rõ ràng bởi một nghi vấn là tại sao các nhà kinh doanh chênh lệch giá phần lớn đã không loại bỏ sự giảm giá vào cuối năm.

Bất cứ một kết quả khó lý giải nào được tìm thấy, chúng đều phải được kiểm tra một cách nghiêm túc và nhất quán. Nói cách khác, người ta luôn luôn có thể phát hiện ra mối tương quan trong bộ dữ liệu chỉ đơn thuần là do ngẫu nhiên, nhưng những mối tương quan này chỉ thật sự hấp dẫn nếu chúng đứng vững trong nhiều giai đoạn. Tính nhất quán này làm cho các bất thường đứng vững trước các chỉ trích về việc đào bới dữ liệu (data snooping). Lập luận ở đây là:

một bộ dữ liệu càng được rà soát cẩn thận thì càng nhiều khả năng quan sát được các mẫu hình giả tạo “thú vị”. Giá cổ phiếu có lẽ là chuỗi dữ liệu tài chính được nghiên cứu nhiều và do đó, dễ bị chỉ trích nhất.⁹

Nói cách khác, **đào bới dữ liệu (data snooping)** là hành động phân tích kỹ lưỡng một bộ dữ liệu nhằm phát hiện ra “các bất thường”. Như phần trích dẫn đã làm rõ, các mẫu hình trong bộ dữ liệu thường được tìm thấy chỉ đơn thuần là do ngẫu nhiên.

Về vấn đề này, tính ổn định của hiệu ứng công ty nhỏ đã bị hoài nghi. Điều đáng bận tâm nhất là hiệu ứng công ty nhỏ đã giảm đáng kể trong vòng 20 năm qua.¹⁰ Một khả năng là các nghiên cứu được công bố đã tiết lộ các cơ hội kinh doanh chênh lệch giá có lợi nhuận và sau đó các cơ hội này đã được khai thác một cách có hệ thống. Bằng chứng hỗ trợ cho điều này là thực tế chiến lược đầu tư vốn hóa nhỏ đã trở thành một chiến lược được nhận diện và thực hiện bởi các chuyên gia ngay sau khi các nghiên cứu có liên quan được công bố.

GIÁ TRỊ SO VỚI TĂNG TRƯỞNG

Nhiều vấn đề hơn nữa với thị trường hiệu quả đã xuất hiện dưới tên gọi “đầu tư giá trị”. **Cổ phiếu giá trị (value stock)** được định nghĩa là cổ phiếu có giá thấp tương đối so với các yếu tố kế toán như thu nhập, dòng tiền, và giá trị sổ sách. Ngược lại, **cổ phiếu tăng trưởng (growth stock)** (hoặc **cổ phiếu hấp dẫn – glamour stock**) là các cổ phiếu có giá tương đối cao so với thu nhập, dòng tiền và giá trị sổ sách, ít nhất một phần là do thị trường dự đoán khả năng tăng trưởng cao trong tương lai của chúng. **Đầu tư giá trị (value investing)** là xu hướng phân bổ một tỷ trọng cao cho các cổ phiếu giá trị (so với các cổ phiếu tăng trưởng) trong danh mục đầu tư của mình.

Trong một nghiên cứu, Sanjoy Basu đã tập trung vào chỉ số giá trên thu nhập (P/E).¹¹ Ông lấy mẫu trung bình gồm 500 cổ phiếu mỗi năm từ 1956-1969, rồi nhóm chúng lại thành năm phân vị dựa trên tỷ lệ P/E: 20% có P/E cao nhất được đặt vào một nhóm, 20% với P/E cao thứ hai được đưa vào nhóm tiếp theo, và cứ tiếp tục như vậy. Danh mục đầu tư giả định được tạo ra vào đầu năm và sau đó nắm giữ trong vòng 12 tháng. Bảng 4.1 cho thấy tỷ suất sinh lợi trung bình của mỗi nhóm trong vòng 14 năm nghiên cứu. Ngoại trừ việc hầu như không có sự khác biệt nào giữa hai nhóm phân vị P/E cao nhất (A và B) về tỷ suất sinh lợi tương lai, thì rõ ràng là các công ty có P/E cao có mức tỷ suất sinh lợi thấp hơn so với các công ty có P/E thấp. Tuy nhiên, rủi ro thị trường đã không được phản ánh ở đây. Từ bảng trên, rõ ràng ta có thể thấy rằng các danh mục đầu tư có P/E thấp thực sự ít rủi ro hơn so với danh mục đầu tư P/E cao - ít nhất là theo ý nghĩa của mô hình CAPM và rủi ro beta.

Một bất thường khác có liên quan là dựa vào tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (B/P). Các nghiên cứu đã chỉ ra rằng, sau khi kiểm soát rủi ro thì các công ty với tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường cao có chiều hướng có thành quả tốt hơn so với các công ty với tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường thấp. Bảng 4.2 cung cấp các kết quả từ một nghiên cứu có liên quan.¹² Phân vị có tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường cao nhất (phân vị 10) đạt được tỷ suất sinh lợi trung bình 17.3%, trong khi phân vị có tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường thấp nhất (phân vị 1) đạt được tỷ suất sinh lợi trung bình 11%. Trong khoảng thời gian 5 năm, khoảng cách giữa hai phân vị này thậm chí còn lớn hơn: 19.8% so với tăng 9.3%.

Bảng 4.1 | Thống kê theo nhóm P/E

	Phân vị A P/E cao nhất	Phân vị B	Phân vị C	Phân vị D	Phân vị E P/E thấp nhất
P/E trung vị	35.80	19.10	15.00	12.80	9.80
Tỷ suất sinh lợi trung bình	9.34	9.28	11.65	13.55	16.30
Beta ước lượng	1.11	1.04	0.97	0.94	0.99

Nguồn: Basu, S., 1977, "Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis", *Journal of Finance* 32, 663-682

Một nghiên cứu khác nữa là nghiên cứu về tỷ số CF/P (dòng tiền trên giá), tỷ lệ CF/P cao hơn/thấp hơn sẽ dẫn đến tỷ suất sinh lợi đạt được trong tương lai cao hơn/ thấp hơn.¹³ Một lần nữa, lưu ý rằng cả ba bất thường được xem xét từ đầu đến giờ trong phần này có một đặc điểm chung như sau: chúng đều dựa trên các tỷ số so sánh của các yếu tố kế toán (thu nhập, giá trị sổ sách, và dòng tiền) với giá trị thị trường của mỗi cổ phiếu. Giữ cho các nhân tố kế toán này không đổi, một mức giá thấp hơn sẽ tác động lên cả ba tỷ số này, và theo các bằng chứng có được, điều này sẽ làm cho tỷ suất sinh lợi trong tương lai cao hơn. Điều ngược lại cũng đúng với mức giá cao hơn, tỷ suất sinh lợi tương lai sẽ thấp hơn trong cùng thời kỳ. Vì vậy, khả năng là những bất thường về giá trị này có liên quan với nhau.

Như đã đề cập trước đó, để giảm nhẹ sự chỉ trích về việc đào bới dữ liệu phải tạo được độ nhất quán giữa các thị trường khác nhau và trong khoảng thời gian khác nhau. Trong bảng 4.3, tỷ suất sinh lợi từ các phương thức đầu tư giá trị khác nhau (có nghĩa là, bằng cách sử dụng tỷ số giá khác nhau làm công cụ sàng lọc) cho Hoa Kỳ, Nhật Bản, Anh, Pháp, và Đức trong khoảng thời gian từ 1975-1995.¹⁴ Chúng ta thấy rằng trong tất cả 15 trường hợp cổ phiếu giá trị đều thể hiện sự vượt trội so với cổ phiếu tăng trưởng, ở đó các danh mục đầu tư giá trị/ tăng trưởng được xây dựng tại mỗi quốc gia bằng cách thiết lập danh mục đầu tư từ 30% các cổ phiếu top trên/ top dưới trong mỗi năm dựa trên tỷ số B/P, E/P và CF/P vào đầu năm.¹⁵

Bảng 4.2 | Thành quả danh mục (%) theo nhóm B/P

	Phân vị 1: B/P thấp nhất	Phân vị 2	Phân vị 5	Phân vị 6	Phân vị 9	Phân vị 10: B/P cao nhất
Tỷ suất sinh lợi năm	11.0 9.3	11.7 12.5	13.1 15.8	15.4 16.6	18.3 19.6	17.3 19.8
Tỷ suất sinh lợi trung bình trong 5 năm						

Nguồn: Lakonishok, J., A Shleifer và Vishny, 1994, "Contrarian investment, extrapolation and risk," *Journal of Finance* 49, 1541-78

**Bảng 4.3 | Thành quả danh mục (%) của cổ phiếu giá trị so với tăng trưởng
ở nhiều quốc gia khác nhau**

Quốc gia	Thị trường	B/P		E/P		CF/P	
		Giá trị	Tăng trưởng	Giá trị	Tăng trưởng	Giá trị	Tăng trưởng
Mỹ	9.57	14.55	7.55	14.09	7.38	13.74	7.08
Nhật	11.88	16.91	7.06	14.14	6.67	14.95	5.66
Anh	15.33	17.87	13.25	17.46	14.81	18.41	14.51
Pháp	11.26	17.10	9.46	15.68	8.70	16.17	9.30
Đức	9.88	12.77	10.01	11.13	10.58	13.28	5.14

Nguồn: Fama, E. F., và K.R. French, 1998, "Value vs growth: The international evidence," *Journal of Finance* 53, 1975-99

QUÁN TÍNH GIÁ VÀ SỰ ĐẢO NGƯỢC

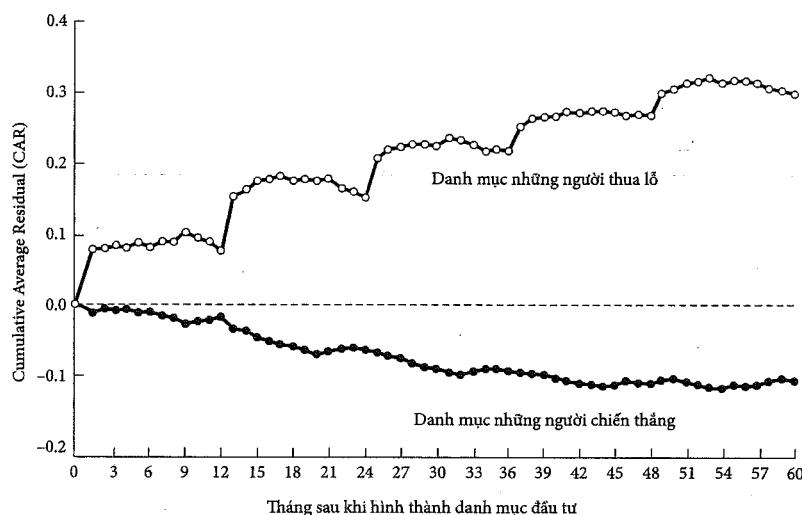
Như đã thảo luận trong Chương 2, thị trường hiệu quả dạng yếu cho rằng tỷ suất sinh lợi không thể được dự đoán bằng cách dựa vào tỷ suất sinh lợi quá khứ.¹⁶ Có nhiều bằng chứng cho thấy điều này không luôn luôn đúng trong thực tế. Điều quan trọng là dấu của mối tương quan thì phụ thuộc vào độ dài thời gian. **Quán tính giá (momentum)** tồn tại khi tỷ suất sinh lợi có tương quan dương với tỷ suất sinh lợi trong quá khứ, trong khi **sự đảo ngược (reversal)** tồn tại khi tỷ suất sinh lợi có tương quan âm với tỷ suất sinh lợi quá khứ. Đối với kỳ hạn ngắn (một tháng), có sự đảo ngược đáng tin cậy.¹⁷ Đối với khoảng thời gian trung hạn (khoảng 3-12 tháng) có quán tính giá. Và đối với khoảng thời gian dài hạn (3-5 năm) sự đảo ngược

là điển hình. Vấn đề đầu tiên có vẻ chủ yếu là vấn đề về mặt kỹ thuật, mối quan tâm lớn là quán tính giá trung hạn và đảo ngược giá trong dài hạn.¹⁸

Chúng ta bắt đầu với bất thường sau vì điều này được tìm thấy trước. Werner De Bondt và Rechard Thaler thiết lập danh mục đầu tư của “cổ phiếu lời” và danh mục đầu tư “cổ phiếu lỗ” dựa trên thành quả quá khứ của chứng khoán so với danh mục chuẩn.¹⁹ Cách thức mà họ tiến hành là thành lập danh mục đầu tư của nhóm 50 cổ phiếu top trên/top dưới dựa trên thành quả ròng trong 3 năm trước đó. Sau đó các danh mục đầu tư “cổ phiếu lời” và “cổ phiếu lỗ” tiếp tục được theo dõi trong tương lai. Nếu thị trường thật sự hiệu quả (và chúng ta điều chỉnh rủi ro phù hợp) thì sẽ không có sự khác biệt giữa tỷ suất sinh lợi được tạo ra giữa 2 danh mục “cổ phiếu lời” và “cổ phiếu lỗ”. Hình 4.2, dựa trên khoảng thời gian hình thành là 5 năm và tỷ suất sinh lợi trong tương lai được quan sát cho 5 năm tới, đã chỉ ra rằng thật sự có những khác biệt đáng kể. Sự khác biệt giữa danh mục “cổ phiếu lời” và “cổ phiếu lỗ” là rất lớn, “cổ phiếu lỗ” trong quá khứ sẽ đạt được tỷ suất sinh lợi cao hơn đáng kể so với “cổ phiếu lời”. Có 2 điểm cần lưu ý như sau: thứ nhất, sự khác biệt đáng kể được tạo ra từ thành quả mạnh của “cổ phiếu lỗ” hơn là thành quả yếu của “cổ phiếu lời”; thứ hai, phần lớn tỷ suất sinh lợi tăng và giảm xảy ra trong tháng Giêng. Một điểm nữa không rõ ràng từ hình 4.2 là trong khi sự khác biệt đáng kể giữa danh mục đầu tư “cổ phiếu lời” và danh mục đầu tư “cổ phiếu lỗ” là có ý nghĩa thống kê, thì giá trị p-value lại không có tính thuyết phục cao.

Vài năm sau đó, quán tính giá trung hạn (3-12 tháng) được ghi nhận bởi Narasimhan Jegadeesh và Sheridan Titman.²⁰ Phương pháp tiếp cận của họ tương tự như của De Bondt và Thaler, ngoại trừ thời kỳ tính tỷ suất sinh lợi ngắn hơn. Bảng 4.4 tái hiện lại một số kết quả chính từ nghiên cứu của họ. Ví dụ họ đã tìm thấy danh mục đầu tư mua-bán không phí, được hình thành dựa trên cơ sở tỷ suất sinh lợi đạt được trong 6 tháng trước đó, đã kiểm được tỷ suất sinh lợi vượt trội trung bình 0.95% mỗi tháng cho 6 tháng kế tiếp. Các nghiên cứu khác phát hiện ra rằng quán tính giá tồn tại không chỉ ở cấp độ công ty, mà còn ở cấp độ ngành.²¹ Mặc dù vậy, quán tính giá của ngành tuy đáng kể nhưng đã không gộp vào quán tính giá đặc trưng của công ty. Mặc dù chi phí giao dịch làm xói mòn khả năng sinh lợi của quán tính giá, chúng vẫn đáng kể đối với các nhà đầu tư tổ chức.²² Ngoài ra, có một mối quan hệ giữa sự dịch chuyển theo sau thông báo thu nhập và quán tính giá - mặc dù việc quán tính giá có biến mất sau khi tính cả những dịch chuyển sau công bố thu nhập hay không vẫn là một điểm gây tranh luận.²³

Hình 4.2 Phần dư trung bình tích lũy đối với các danh mục 35 cổ phiếu lời hoặc cổ phiếu lỗ (thời kỳ kiểm định 1-60 tháng)



Nguồn: De Bondt, W. F. M., và R. Thaler, "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance* 40, pp. 793 – 807. Wiley Publishing, Inc. This material is used by permission of Jonh Wiley & Sons, Inc.

Bảng 4.4 Tỷ suất sinh lợi (%)/tháng và thống kê t (trong ngoặc) đối với các chiến lược quán tính giá khác nhau

Thời kỳ kiểm định (tháng)

	3	6	9	12	
Thời kỳ lập danh mục (tháng)	3	0.0032 (1.10)	0.0058 (2.29)	0.0061 (2.69)	0.0069 (3.53)
	6	0.0084 (2.44)	0.0095 (3.07)	0.0102 (3.76)	0.0086 (3.36)
	9	0.0109 (3.03)	0.0121 (3.78)	0.0105 (3.47)	0.0082 (2.89)
	12	0.0131 (3.74)	0.0114 (3.40)	0.0093 (2.95)	0.0068 (2.25)

Nguồn: Jegadeesh,N., và S. Titman, 1993, "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency", *Journal of Finance* 48, 65-91.

Như đã đề cập trước đó, sự chỉ trích về việc đào bới dữ liệu sẽ được giảm đi bằng cách chứng minh được rằng các bất thường tồn tại cả bên ngoài thị trường phát hiện ra chúng lần đầu. Quán tính giá được tìm thấy là khá mạnh ở phạm vi toàn cầu. Trong một cuộc thử nghiệm tại 12 nước ở châu Âu, lợi nhuận quán tính giá của một chiến lược mua-bán là 1% mỗi tháng.²⁴ Một nghiên cứu khác tìm thấy sự hiện diện của quán tính giá tại hầu hết các nước trên thế giới, với Nhật Bản là một ngoại lệ đáng lưu ý.²⁵ Mặc dù các nghiên cứu về sự đảo ngược xu hướng dài hạn tương đối hạn chế hơn, nhưng chúng đã được ghi nhận ở một số thị trường ngoài Mỹ.²⁶

4.3 GIAO DỊCH NHIỀU VÀ CÁC GIỚI HẠN KINH DOANH CHÊNH LỆCH GIÁ

NHỮNG YÊU CẦU VỀ MẶT LÝ THUYẾT ĐỐI VỚI TÍNH HIỆU QUẢ CỦA THỊ TRƯỜNG

Thị trường hiệu quả về mặt lý thuyết dựa trên 3 trụ cột: các nhà đầu tư là luôn lý trí, các sai lệch không tương quan với nhau, và kinh doanh chênh lệch không giới hạn. Chỉ một trụ cột là cần thiết cho hiệu quả thị trường. Nếu tất cả 3 điều này đều thất bại, thì tính hiệu quả của thị trường sẽ bị hoài nghi.

TRỤ CỘT 1: CÁC NHÀ ĐẦU TƯ LÀ LUÔN LÝ TRÍ Trụ cột tiềm năng đầu tiên cho thị trường hiệu quả là tính lý trí của nhà đầu tư, cụ thể là tất cả các nhà đầu tư luôn lý trí. Hầu hết sẽ đồng ý rằng điều này không cần tranh luận nhiều: sai lầm của nó thì rõ ràng đối với tất cả những ai đã từng thảo luận với một vài nhà đầu tư nhỏ lẻ và kết quả quan sát được cho thấy rằng một số nhà đầu tư ít nhất một vài lần thực hiện giao dịch của mình không hoàn toàn dựa trên lý trí. Ngay cả với những nhà đầu tư am hiểu hơn, nếu trung thực với chính mình, đôi khi sẽ phải thú nhận vấn đề này. Fischer Black, trong cuốn sách American Finance Association Presidential Address vào năm 1986 của mình, đã có đề cập đến vấn đề này:²⁷

Đôi khi người ta giao dịch dựa trên thông tin theo cách rất thông thường. Và họ đúng khi kỳ vọng sẽ kiếm được lợi nhuận từ những giao dịch này. Ngược lại, đôi khi người ta giao dịch dựa vào những tín hiệu nhiều. Trong trường hợp này, nếu họ kỳ vọng kiếm được lợi nhuận từ những giao dịch theo tín hiệu nhiều này thì họ đã sai.

Dù vậy, như chúng ta sẽ thảo luận sau, tính chính xác của lời phát biểu này vẫn đang được đưa ra tranh luận. Tuy nhiên, nếu chỉ tập trung vào trọng tâm của đoạn trích, thì “tín hiệu nhiễu - noise” mà Black đề cập đến ở đây là gì? Tín hiệu nhiễu tồn tại khi người ta giao dịch dựa trên những thông tin sai, có nghĩa là thông tin không có liên quan để định giá chứng khoán. Tín hiệu nhiễu (và những giao dịch mà nó gây ra) không nhất thiết là quá xấu bởi vì nó tạo ra tính thanh khoản cho thị trường. Trong thực tế, nếu không có các tín hiệu nhiễu, thì sẽ có rất ít giao dịch vì những người có thông tin có thể thiếu đối tác và họ sẽ chỉ giao dịch khi có nhu cầu về tiền mặt.

TRỤ CỘT 2: SAI LỆCH GIỮA CÁC NHÀ ĐẦU TƯ LÀ KHÔNG TƯƠNG QUAN VỚI NHAU Người ta có thể giao dịch dựa trên tín hiệu nhiễu vì họ nghĩ rằng họ có thông tin hữu ích hoặc đơn giản là vì họ thích giao dịch. Hành vi của những người này có thể bị tác động bởi xã hội ở đó họ có thể giao dịch dựa trên tin đồn từ một người hàng xóm, từ bạn bè, hay đồng nghiệp.²⁸ Họ thậm chí còn có thể giao dịch vì họ quan sát hoạt động giao dịch của những người khác và không muốn bỏ lỡ một cơ hội tốt.

Nếu hành vi của những người giao dịch đó là ngẫu nhiên, sẽ không có nguyên nhân để lo ngại về tính hiệu quả của thị trường, bởi vì các giao dịch của họ có thể trung hòa lẫn nhau. Sẽ không có ảnh hưởng đáng kể nào đối với giá. Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thấy trong các chương sau, các bằng chứng được đưa ra bởi các nhà tâm lý học đã chỉ ra rằng mọi người có thể cùng đưa ra những phán đoán sai - có nghĩa là, người ta thường đi chệch khỏi sự kỳ vọng của mình *theo cùng một hướng giống nhau*. Đây là lúc vấn đề phát sinh. Nếu hành vi của các nhà giao dịch là có tương quan, thì họ có thể đẩy giá xa hơn nữa so với giá trị nội tại.

Các áp lực xã hội cũng có thể ảnh hưởng đến nhiều người trong chúng ta. Tâm quan trọng của những tác động này được Robert Shiller nhấn mạnh:²⁹

Đầu tư vào các tài sản mang tính đầu cơ là một hoạt động xã hội. Các nhà đầu tư dành một phần đáng kể thời gian rảnh rỗi của họ để bàn luận về đầu tư, đọc sách về đầu tư, hay bàn tán về những thành công hay thất bại của người khác trong đầu tư. Vì thế, có thể nói những quyết định của nhà đầu tư (bao gồm cả giá của tài sản đầu cơ) sẽ bị ảnh hưởng bởi trào lưu xã hội. Thái độ hay phong cách dường như sẽ thay đổi theo nhiều chủ đề giao tiếp phổ biến khác nhau; chẳng hạn như chủ đề về thực phẩm, quần áo, y tế, hay chính trị. Những thay đổi trong thái độ thường xảy ra rộng rãi hơn và thường xuất hiện mà không có

bất kỳ lý do hợp lý rõ ràng nào. Thái độ hoặc phong cách liên quan đến đầu tư cũng sẽ thay đổi một cách tự nhiên hoặc theo phản ứng xã hội với một số sự kiện được ghi nhận rộng rãi.

Cho dù tâm lý học hoặc các áp lực xã hội (hoặc sự kết hợp của 2 lực lượng này) là chìa khóa, thì khi một số lượng lớn các nhà đầu tư đồng thời định giá sai lầm một số hoặc tất cả các chứng khoán theo cùng một cách, chúng ta nói rằng chính cảm tính (*sentiment*) đang chi phối giá trên thị trường. Do đó, có thể nói rằng cảm tính chính là tín hiệu nhiễu - là mối tương quan giữa nhiều nhà đầu tư. Một thuật ngữ thường được sử dụng (mà chúng ta sẽ áp dụng) để mô tả các cá nhân này là những **nhà giao dịch nhiễu** (*noise trader*).

MÔ HÌNH CỦA SHILLER Shiller trình bày một mô hình tự nghiệm đơn giản (simple heuristic model), mô tả sự cân bằng trong một thế giới, ở đó một nhóm nhà đầu tư, còn được gọi là các **nhà giao dịch thông minh** (*smart-money trader*), họ giao dịch vì những lý do hoàn toàn hợp lý, trong khi nhóm thứ hai (chúng ta sẽ đề cập đến họ với tư cách là các nhà giao dịch nhiễu) thì ước lượng giá trị dựa một phần vào các thông tin nhiễu, và thông tin này là tương quan, dẫn đến niềm tin rộng rãi.³⁰ Lưu ý rằng rất nhiều các nhà đầu tư nhỏ lẻ (hoặc cá nhân) sẽ được xếp vào nhóm này. Ngay cả một số nhà đầu tư tổ chức không có kỹ năng rõ rệt cũng có thể được xếp vào nhóm này.

Trong mô hình Shiller, chỉ có một chứng khoán rủi ro. Điều này tương tự như khi xem xét ở cấp độ của thị trường chứng khoán. Khi nhà giao dịch nhiễu quá lạc quan về triển vọng thị trường, họ sẽ đẩy giá của chứng khoán rủi ro này quá cao; khi họ quá bi quan, họ lại đẩy giá xuống dưới giá trị nội tại. Trong trường hợp đầu, một khi họ nhận ra sai lầm của mình - điều này có thể xảy ra nhanh chóng hoặc từ từ - giá chứng khoán sẽ giảm, dẫn đến thời kỳ chuyển tiếp tỷ suất sinh lợi thấp hơn bình thường.

Trong trường hợp sau, khi mọi việc được xem xét lại đúng đắn, giá sẽ tăng, dẫn đến một thời kỳ chuyển tiếp tỷ suất sinh lợi cao hơn bình thường. Mô hình này giả định rằng nhà đầu tư thông minh muốn duy trì đầu tư vào thị trường ngay cả khi giá có thể cao hơn mức bình thường (ngụ ý rằng tỷ suất sinh lợi thấp mức bình thường).³¹ Tuy nhiên, khi điều này xảy ra, họ sẽ giảm bớt lượng cổ phần họ đang nắm giữ. Ngược lại, khi giá thấp hơn so với giá trị nội tại, họ sẽ tăng lượng cổ phần của họ lên. Nhu cầu của họ đối với chứng khoán được xác định như sau:

4.2

$$q_t = \frac{E_t R_{t+1} - \rho}{\varphi}$$

Trong đó: q_t là nhu cầu đối với cổ phiếu tại thời điểm t của các nhà đầu tư thông minh, thể hiện một tỷ lệ phần trăm trên tổng nhu cầu (tức lượng cầu đối với cổ phiếu, vì chúng ta chuẩn hóa tổng lượng cổ phiếu thành 1 đơn vị); p là tỷ suất sinh lợi kỳ vọng để nhu cầu của các nhà đầu tư thông minh bằng 0 và φ là mức phần bù rủi ro mà các nhà đầu tư thông minh đòi hỏi để nắm giữ tất cả cổ phiếu.³²

Trong một thế giới hoàn toàn lý trí, giá của chứng khoán rủi ro là giá trị hiện tại của cổ tức dự kiến trong tương lai như sau:

4.3

$$p_t = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{E_t d_{t+k}}{(1+\delta)^k}$$

Lưu ý rằng d_t là cổ tức tại thời điểm t và δ là tỷ lệ chiết khấu thích hợp đối với các dòng tiền của vốn cổ phần.

Trong một thế giới mà tâm lý tồn tại, giá sẽ bị ảnh hưởng bởi quan điểm sai lầm của những nhà đầu tư nhiều. Nếu không tính đến nguồn gốc chính xác hoặc bản chất của tình cảm và thông tin nhiều vào thời điểm này (và những thay đổi theo sau đó), chúng ta định nghĩa y_t là tổng giá trị cổ phiếu có nhu cầu trên một cổ phần của nhà đầu tư gây nhiễu, được viết như sau:

4.4

$$y_t = n_t * p_t$$

Trong đó: n_t là tỷ lệ phần trăm của tổng cầu cổ phiếu của nhà đầu tư gây nhiễu (một lần nữa, tương đương với tổng số lượng cổ phần có nhu cầu của nhóm này). Nếu y_t ở một mức độ phù hợp với một trạng thái cân bằng hợp lý, chúng ta sẽ kết luận rằng không có cảm tính (hoặc cảm tính là trung lập). Mặt khác, nếu y_t ở trên/dưới mức này, xuất hiện cảm tính tích cực/tiêu cực.³³ Để cân bằng thị trường, tổng cầu phải bằng tổng cung (nghĩa là bằng một cổ phần, như đã nói ở trên):

4.5

$$q_t + n_t = 1$$

Phụ lục của chương này cho thấy giá là một hàm theo cổ tức dự kiến trong tương lai và tình cảm hiện tại và kỳ vọng trong tương lai, như sau:

4.6

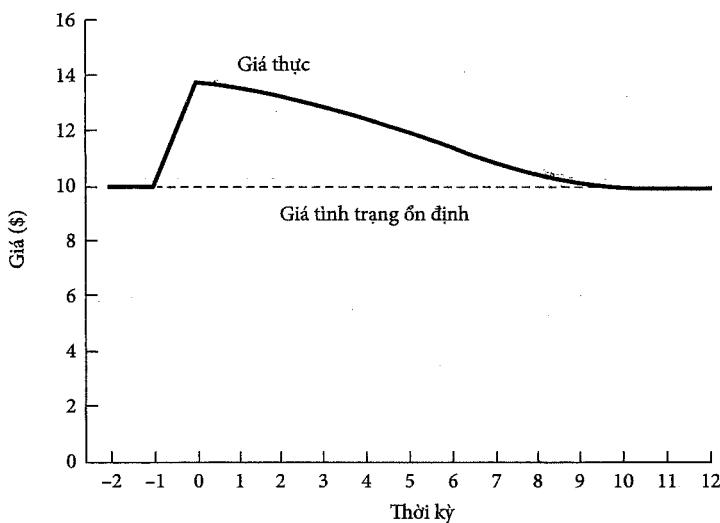
$$p_t = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{E_t d_{t+k} + \emptyset E_t Y_{t-1+k}}{(1+\rho+\varphi)^k}$$

Sẽ khó khăn cho các nhà đầu tư lý trí khi họ phải dự báo cả cổ tức và tình cảm của nhà đầu tư nhiễu.

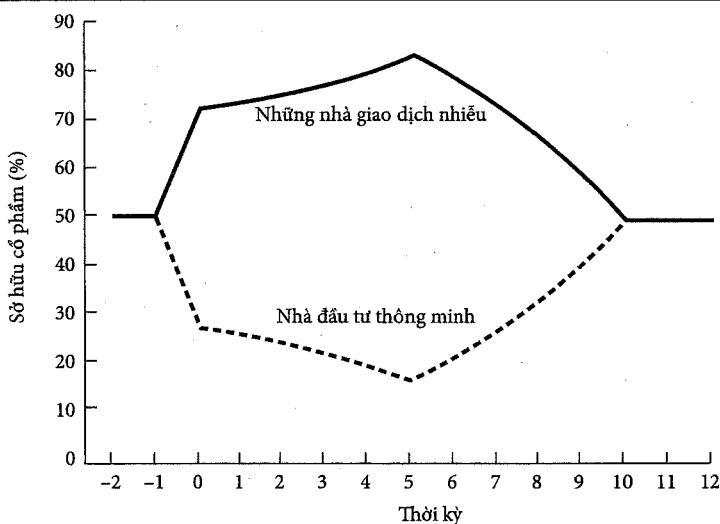
Để xem những gì xảy ra khi cảm tính dịch chuyển ra xa khỏi các yếu tố cơ bản, giả sử cổ tức trong tương lai dự kiến sẽ không đổi ở mức \$1, và tỷ lệ chiết khấu (δ) là 10%. Trong những trường hợp này, giá “đúng” (chúng ta hãy gọi nó là “trạng thái ổn định” của giá) luôn luôn là \$10.³⁴ Giả sử $p = 0\%$ và $\varphi = 20\%$. Những giá trị tham số này hàm ý rằng ở trạng thái ổn định cả nhà đầu tư thông minh và nhà đầu tư nhiễu mỗi bên sẽ giữ một nửa lượng cổ phiếu, từ phương trình 4.4 giá trị của y , phù hợp với trạng thái ổn định này là \$.5.³⁵ Nếu y_t trên/dưới mức này, cảm tính sẽ theo chiều hướng tích cực/tiêu cực.

Bắt đầu từ trạng thái ổn định trước khi $t = 0$, giả sử các nhà đầu tư gây nhiễu đột nhiên trở nên lạc quan quá mức về chứng khoán. Nhằm mục đích minh họa, giả sử y_t ngay lập tức tăng gấp đôi (từ \$5 đến \$10). Mặc dù, nhà đầu tư thông minh sẽ nhìn thấy được đây chỉ là phản ứng tạm thời nhưng họ vẫn tin tưởng rằng y sẽ vẫn duy trì ở mức độ đánh giá này 5 năm (tức là, $t = 5$), sau đó nó sẽ giảm \$1 mỗi năm cho đến khi nó đạt đến cấp độ ổn định của nó vào năm thứ 10.³⁶ Hình 4.3 cho thấy điều này có ý nghĩa gì với giá của các chứng khoán rủi ro. Ngay lập tức giá sẽ nhảy vọt để đáp ứng với nhu cầu tăng trong hiện tại và tương lai của nhà đầu tư nhiễu đến dưới \$14 một chút. Mặc dù trong tương lai, giá dự kiến giảm dần trở lại đối với mức độ trạng thái ổn định ở năm 10. Hình 4.4 cho thấy các nhà đầu tư gây nhiễu đang nắm giữ nhiều cổ phần hơn trong thời kỳ chuyển tiếp. Điều này phải đi kèm với việc giảm số lượng nắm giữ của các nhà đầu tư thông minh. Trong mô hình Shiller, đơn thuần là thiết kế cho mục đích minh họa, nhà đầu tư thông minh không thực hiện kinh doanh chênh lệch giá thông qua việc kéo giá cổ phiếu xuống - họ chỉ đơn thuần “tạo không gian” cho các nhà giao dịch nhiễu có nhu cầu mua thêm cổ phiếu. Phân tiếp theo sẽ đề cập đến vấn đề là liệu theo đuổi kinh doanh chênh lệch giá có hợp lý hay không.

Hình 4.3 Thay đổi giá sau sự thay đổi trong cầu từ các nhà giao dịch nhiều dựa trên mô hình Shiller



Hình 4.4 Sở hữu cổ phần sau sự thay đổi trong cầu của các nhà giao dịch nhiều dựa trên mô hình Shiller



TRỤ CỘT 3: KHÔNG CÓ CÁC GIỚI HẠN KINH DOANH CHÊNH LỆCH GIÁ Ngay cả khi một số nhà đầu tư hành động phi lý và sai lầm của họ có tương quan với nhau, với điều kiện các nhà đầu tư thông minh có thể hành động để loại bỏ việc định giá sai, thị trường hiệu quả vẫn sẽ

không bị ảnh hưởng gì. Điều này là bởi vì bất kỳ sai lệch về giá nào giữa chứng khoán tương đối đắt và tương đối rẻ sẽ được loại bỏ.

Trước khi thảo luận về lý do tại sao lại xuất hiện những hạn chế đáng kể đối với kinh doanh chênh lệch giá, sẽ rất hữu ích khi minh họa ngắn gọn cho cái gọi là “kinh doanh chênh lệch giá trong sách giáo khoa - textbook arbitrage”. “Kinh doanh chênh lệch giá trong sách giáo khoa” không cần tiền và không phải gánh chịu rủi ro. Trong thế giới thực, cái có thể gần đúng nhất là kinh doanh chênh giá ba bên trong thị trường ngoại hối.

Để minh họa xem vấn đề này được vận hành thế nào, vào tháng 5 năm 2008, ba tỷ giá hối đoái giữa đôla, euro và đồng yên đã được quan sát như sau (x sẽ được giải thích sau):

Cặp tỷ giá	Tỷ giá
¥/€	159.3403
€/\$	0.6455
¥/\$	x

Có hai cách để chuyển đổi đôla thành đồng yên: trực tiếp từ x , hoặc gián tiếp bằng cách sử dụng euro là đồng tiền bắc cầu. Một đồng tiền bắc cầu hoạt động theo cách sau. Đầu tiên chuyển đổi đô la sang euro tại tỷ giá 0.6455, và sau đó chuyển đổi euro thành yên theo tỷ giá 159.3403. Phương pháp này gián tiếp cho kết quả là $0.6455 \times 159.3403 = 102.8543$. Con số này chính là x .³⁷ Nếu không như vậy, thì kinh doanh chênh lệch sẽ tạo được lợi nhuận. Để xem điều gì sẽ xảy ra nếu, giả định, tỷ lệ ¥/\$ là 100? Điều này sẽ tạo ra một “cỗ máy” kiếm tiền. Bạn có thể bắt đầu với việc vay \$1, rồi chuyển nó thành €0.6455, và sau đó chuyển số tiền này thành ¥102.8543. Với tỷ lệ ¥/\$ là 100, bây giờ bạn có thể chuyển đổi trở lại nhiều hơn \$1 ban đầu, trả nợ và có được một khoản lợi nhuận.³⁸ Tất nhiên tất cả những con số này có thể được nhân lên hàng triệu lần, làm chúng ta trở nên giàu có. Sự thật điều này là không thể, có nghĩa là thị trường ngoại hối được định giá để việc thực hiện kinh doanh chênh giá ba bên hầu như không bao giờ xảy ra (và, thỉnh thoảng nếu có chỉ là vài giây).

CÁC GIỚI HẠN KINH DOANH CHÊNH LỆCH GIÁ LÀ GÌ?

Thật không may, việc kinh doanh chênh giá hiếm khi rõ ràng như ví dụ trên từ thị trường ngoại hối. Có ba vấn đề chính tiềm ẩn như sau: rủi ro cơ bản, rủi ro do những nhà giao dịch nhiều, và chi phí thực hiện.

RỦI RO CƠ BẢN Chúng ta hãy bắt đầu với **rủi ro cơ bản (fundamental risk)**, rủi ro này tồn tại do khả năng đánh giá lại hợp lý khi thông tin mới đến. Giả sử, một người kinh doanh chênh lệch giá tin rằng một cổ phiếu nào đó được định giá quá cao trên thị trường - so với dòng cổ tức kỳ vọng của cổ phiếu đó trong tương lai. Người này tất nhiên sẽ bán khống cổ phiếu và kỳ vọng rằng giá sẽ thấp hơn vào lúc ông ta mua lại cổ phiếu để kết thúc vị thế. Ngay cả khi niềm tin của ông ta là chính xác dựa trên những thông tin sẵn có, ông ta vẫn có thể gánh chịu rủi ro. Thứ nhất, thông tin mới mà không ai có thể dự đoán được bất ngờ có thể xảy đến. Nếu đây là thông tin tích cực, giá sẽ tăng và thua lỗ sẽ xảy ra. Thua lỗ này đòi hỏi phải tăng mức ký quỹ. Ngoài ra, nếu cổ tức thực hiện của chứng khoán cao hơn mức kỳ vọng, nhà kinh doanh chênh lệch giá có thể phải đổi mặt với việc cạn kiệt tiền mặt. Lưu ý rằng khi bán khống một cổ phần thì nhà kinh doanh chênh lệch giá phải chi trả cổ tức trên cổ phiếu bởi vì ông ta đã mượn cổ phiếu từ một nhà đầu tư khác. Một nhà kinh doanh chênh lệch giá có thể hạn chế việc giao dịch do e ngại công ty có thể hoạt động tốt bất ngờ, trong trường hợp này sẽ xuất hiện thua lỗ từ hoạt động bán khống.

Việc sử dụng các sản phẩm thay thế và kinh doanh chênh lệch có thể được sử dụng để giảm thiểu rủi ro cơ bản. Kinh doanh chênh lệch là mua và bán đồng thời các chứng khoán tương tự nhau (đôi khi có thể thay thế nhau). Bạn mua một cổ phiếu mà bạn cho là tương đối rẻ, và bán (hoặc bán khống) một cổ phiếu mà bạn cho là tương đối đắt, với hy vọng rằng sự chênh lệch này sẽ thu hẹp lại.

Ví dụ, người ta có thể đồng thời bán khống các chứng khoán được định giá quá cao và mua “thị trường” với số tiền thu được (nói “thị trường” tức là sử dụng hợp đồng giao sau chỉ số chứng khoán). Nay giờ, nếu thông tin trên toàn thị trường làm cho tất cả các cổ phiếu tăng giá, lợi nhuận trên thị trường sẽ bù đắp thiệt hại từ vị thế bán. Tất nhiên, nhiều thông tin có khả năng thuộc về bản chất công ty hoặc một ngành nghề cụ thể. Ví dụ, nếu bạn tin rằng Merck đang được định giá quá cao, bạn có thể phòng ngừa bằng cách mua một rổ các cổ phiếu ngành dược (không bao gồm Merck). Nay giờ bạn sẽ được phòng ngừa chống lại cả rủi ro thị trường và rủi ro ngành. Tuy nhiên, nó vẫn không thể phòng ngừa cho rủi ro đặc trưng của công ty vì sẽ không có một chứng khoán nào có thể thay thế hoàn hảo cho Merck. Điều này sẽ chỉ ảnh hưởng đến Merck, mà không ảnh hưởng tới các công ty khác. Có một thực tế là một cặp chứng khoán thay

thế hoàn hảo hiếm khi tồn tại, và điều này sẽ tạo ra rủi ro cho kinh doanh chênh lệch giá và do vậy ít có khả năng loại bỏ việc định giá sai.

RỦI RO TỪ NHỮNG NGƯỜI GIAO DỊCH NHIỀU Ngay cả khi có sự thay thế hoàn hảo giữa các cổ phiếu, chúng ta cũng không thể hoàn toàn thoả mái. Andrei Shleifer và Vishny Robert sử dụng ví dụ về hợp đồng giao sau của trái phiếu đô thị Bund (một loại trái phiếu Đức) giao dịch trên hai sàn khác nhau (một ở London và một ở Frankfurt).³⁹ Giá định rằng các hợp đồng này hoàn toàn giống hệt nhau trong tất cả các điều khoản (có nghĩa là, chúng thay thế hoàn hảo cho nhau), và giả sử hợp đồng giao dịch ở London có giá cao hơn hợp đồng giao dịch ở Frankfurt. Rõ ràng rằng người ta nên mua một hợp đồng Frankfurt và bán một hợp đồng London. Tại thời điểm phân phối, dòng tiền sẽ loại trừ nhau, do đó, đơn giản là, người ta có thể bỏ túi một khoản lợi nhuận ngay ngày hôm nay. Tuy nhiên, thực tế thì phức tạp hơn. Vấn đề là giá “sai” có thể trở nên sai trầm trọng hơn trong ngắn hạn. Đây là bản chất của **rủi ro từ người giao dịch nhiều** (*noise-trader risk*).⁴⁰

Trong thị trường giao sau, người ta phải đóng ký quỹ khi giá di chuyển theo chiều hướng chống lại bạn.⁴¹ Giả sử hợp đồng London tăng lên và hợp đồng Frankfurt đi xuống, ngũ ý rằng bạn phải “đóng thêm tiền” cho cả hai thị trường. Điều này không thành vấn đề, nếu bạn đang quản lý tiền của mình và bạn cũng không bị giới hạn vốn.⁴² Nhưng nếu bạn quản lý tiền của mình và bị giới hạn vốn, bạn có thể bị buộc phải thanh lý vị thế ngay cả khi đang lỗ bởi vì bạn đang hết tiền, mặc dù rõ ràng là hoạt động kinh doanh chênh lệch giá của bạn cuối cùng sẽ có lợi nhuận.

Điều gì sẽ xảy ra nếu bạn đang quản lý tiền của người khác? Nay giờ, vì những người khác đang kiểm soát vốn của bạn, bạn lệ thuộc vào một dạng kiểm soát tài sản khác. Ngoài ra, bởi vì họ có quyền thuê và sa thải, do vậy tầm nhìn của bạn trong ngắn hạn là cần thiết. Thật ra, có rất nhiều những người đang cố gắng để khai thác các cơ hội kinh doanh chênh lệch đang bị lệ thuộc vào thực tế này. Họ đang quản lý tiền cho các cá nhân (ví dụ như, những người góp tiền qua các quỹ tương hỗ hoặc các quỹ đầu tư) hoặc các tổ chức (chẳng hạn như các quỹ endowments), nhiều người trong số này sẽ không hiểu rõ ràng các vấn đề liên quan. Mặc dù ví dụ về Bund thì đủ đơn giản cho ngay cả những người không chuyên có thể làm theo, nhưng nhiều cơ hội kinh doanh chênh lệch giá trong thực tế không dễ phát hiện. Những người kiểm soát vốn với kiến thức giới hạn suy nghĩ điều gì? Họ tự nhiên sẽ có xu hướng đánh giá khả năng dựa trên thành quả trong ngắn hạn. Họ sẽ không mấy dễ chịu khi thấy các khoản lỗ trong ngắn hạn.

Đó là rủi ro mà những tình huống này khi xảy ra sẽ làm cho các nhà quản lý tiền ít cố gắng tận dụng các cơ hội như vậy thông qua **kinh doanh chênh lệch giá (limits to arbitrage)** ngay lập tức, điều này đã tạo ra những giới hạn trong việc kinh doanh chênh lệch giá. Bradford De Long, Andrei Shleifer, Larry Summers, và Robert Waldmann đã chỉ ra tầm quan trọng của vấn đề này trong mô hình giao dịch nhiều của họ và ý nghĩa của nó đối với giá cả, tỷ suất sinh lợi và khả năng tình trạng định giá sai sẽ bị loại bỏ hoàn toàn.⁴³ Trong mô hình của họ, bởi vì những nhà đầu tư khôn ngoan biết rằng khi họ chọn quyết định bán, giá có thể vẫn sai, do vậy họ cần được đền bù cho rủi ro này. Rõ ràng theo thảo luận của chúng ta về rủi ro trong Chương 2, thì chỉ có rủi ro không thể đa dạng hóa mới được tính đến. Bằng chứng cho thấy rủi ro do các nhà giao dịch “nhiều” gây ra thực sự là có hệ thống.⁴⁴

Một lập luận là đôi khi các nhà giao dịch nhiều cuối cùng sẽ biến mất bởi vì khả năng kinh doanh của họ sẽ làm cho họ nghèo đi. Điều này sẽ giúp thị trường trở nên hiệu quả hơn. Bên cạnh tranh luận “có một tên khờ được sinh ra vào mỗi phút”, còn tồn tại một số vấn đề khó nhìn thấy hơn. Trong mô hình của De Long-Shleifer-Summers-Waldmann, có thể thấy rằng các nhà giao dịch nhiều có thể thực sự hoạt động đủ tốt để họ có thể tồn tại nếu họ có xu hướng lắc quan quá mức và chấp nhận mạo hiểm.⁴⁵

CHI PHÍ THỰC HIỆN Ngoài rủi ro cơ bản và rủi ro do các nhà đầu tư “nhiều” gây ra, chi phí giao dịch cũng có thể cản trở khả năng kinh doanh chênh lệch giá. Chi phí giao dịch ở đây gồm chi phí hoa hồng, chênh lệch giữa giá hỏi mua và giá chào bán, và các chi phí liên quan đến các tác động của thị trường xuất hiện khi giao dịch được thực hiện. Đối với các nhà đầu tư tổ chức – những người có xu hướng thực hiện kinh doanh chênh lệch giá nhiều nhất, thì các chi phí này là không đáng kể. Mọi thứ trở nên phức tạp hơn khi cần phải bán khống. Như đã thảo luận trước đó, nếu người ta nhận ra sự chênh lệch giá cả giữa hai chứng khoán thay thế, một mặt của kinh doanh chênh lệch giá đòi hỏi phải bán khống chứng khoán bị định giá cao. Điều này sẽ dẫn đến hai vấn đề. Nếu một người không có khả năng tiếp cận quy trình bán khống (vì thế không thể kiểm được lợi nhuận), điều này phải được tính vào chi phí giao dịch. Ngoài ra, trong vài trường hợp, chứng khoán cần bán khống đơn giản là không thể có được. Những vấn đề này thật sự nghiêm trọng đến mức nào? Đối với các nhà đầu tư tổ chức và cổ phiếu có tính thanh khoản cao, không vấn đề nào trên đây có thể trở nên nghiêm trọng trong phần lớn

thời gian. Điều này là vì các nhà đầu tư tổ chức thường không mấy khó khăn để có cổ phiếu để bán khống, và các khoản lỗ khi tiến hành bán khống là rất hiếm khi đáng kể đối với họ.⁴⁶ Mặc dù vậy, đôi khi có thể có một sự hạn chế bán khống. Điều này có nghĩa là những người khởi xướng một vị thế bán có thể phải thoát khỏi vị thế trước khi họ muốn làm như vậy. Hay thậm chí có thể là trong trường hợp chứng khoán có tính thanh khoản thấp, nhà đầu tư không thể khởi xướng một vị thế bán bởi vì không có sẵn chứng khoán để bán.

Các vấn đề như vậy thường ẩn sau các trường hợp của việc định giá sai. Shiller đã đưa ra một ví dụ khá rõ ràng về việc định giá sai mà nhìn bề ngoài có vẻ dễ dàng bán khống.⁴⁷ Một sản phẩm phổ biến, những người ban hành quy định, và các học giả đã nhận ra rằng vào cuối những năm 1990 là xu hướng của “sự hổ hởi bất hợp lý” của một bộ phận các nhà đầu tư, đặc biệt là đối với các cổ phiếu Internet.⁴⁸ Năm 1999, nhà bán lẻ đồ chơi trên Internet là etoys.com đã báo cáo doanh số bán hàng của mình là \$30 triệu và các khoản lỗ là \$28,6 triệu. Trong cùng năm đó, Toys “R” Us báo cáo doanh thu \$11.2 tỷ và lợi nhuận \$376 triệu. Tuy nhiên, eToys.com có một giá trị vốn hóa thị trường là \$8 tỷ và Toys “R” Us giá trị chỉ \$6 tỷ.

Một ví dụ thậm chí còn ẩn tượng hơn là trường hợp của Palm và 3Com được đưa ra bởi Owen Lamont và Richard Thaler.⁴⁹ Ngày 02 tháng 3 năm 2000, công ty 3Com tiến hành IPO 5% giá trị công ty con Palm của nó. Trước IPO, 3Com cũng thông báo rằng trong tương lai gần, 95% còn lại sẽ được phân phối cho cổ đông hiện tại của 3Com (khoảng 1.5 cổ phiếu của Palm/cổ phiếu của 3Com). Như vậy, có thể thấy chúng ta có hai cách để mua Palm: mua cổ phiếu Palm trực tiếp, hoặc mua Palm gián tiếp bằng cách mua cổ phiếu 3Com. Điều này là bởi vì một cổ phiếu 3Com có thể đại diện cho quyền sở hữu 1.5 cổ phiếu Palm. Rõ ràng, chúng ta sẽ có mối quan hệ giữa giá cổ phiếu Palm và giá cổ phiếu 3Com như sau:

4.7

$$p(3Com) \geq 1.5 * p(PALM)$$

Các mức giá của 3Com vượt quá 1.5 lần so với giá của Palm là do thực tế rằng phần còn lại của doanh nghiệp 3Com có thể có một số giá trị dôi ra (residual value). Điều này được gọi là “giá trị phụ trội - stub value”.

Những gì thực sự xảy ra khá là đáng ngạc nhiên. Sau ngày đầu tiên cổ phiếu Palm giao dịch, cổ phiếu này đã được giao dịch ở mức \$95.06. Đồng thời, cổ phiếu 3Com được bán với giá \$81.81. Tổng hợp trên tất cả các cổ phiếu, giá trị phụ trội hàm ý một giá trị không thể tin nổi là âm \$22 tỷ. Kỳ

lạ thay, nhiều người đã hiểu được tình huống rất rõ ràng. Như Lamont và Thaler viết, “bản chất của việc định giá sai là cực kỳ đơn giản đến mức ngay cả những người ít tham gia thị trường nhất ... cũng có thể nắm bắt nó”. Thật kinh ngạc, việc định giá sai kéo dài trong nhiều tháng.⁵¹

Tình huống này liên quan đến rủi ro cơ bản nhưng không đáng kể. Giống như trong ví dụ trái phiếu Bund của Đức, trong khi rủi ro của các nhà kinh doanh nhiều tồn tại, vì cơ hội rất hiển nhiên, rõ ràng sẽ có nhiều nhà đầu tư có vốn lớn và một khung thời gian đủ dài và sẵn sàng cố gắng để đạt được lợi nhuận. Ngoài ra, sự tồn tại của ngày đáo hạn (như trong ví dụ Bund) có nghĩa là các nhà kinh doanh chênh lệch giá biết rằng họ không phải chờ đợi vô hạn. Trong thực tế, lý do cho việc định giá sai trở nên nghiêm trọng như vậy dường như là do không có cổ phiếu của Palm để bán khống. Điều này làm cho hầu hết các nhà giao dịch thông minh không thể tận dụng được lợi thế của tình trạng cổ phiếu bị định giá sai này. Tất nhiên thực sự sẽ không có lý do chính đáng cho vấn đề tại sao ai cũng ưu tiên nắm giữ cổ phiếu Palm hơn là cổ phiếu 3Com ở các mức giá này. Để giải thích cho điều này, câu trả lời duy nhất chính là nhà đầu tư không duy lý.

4.4 GIỚI THIỆU NHỮNG CHƯƠNG SAU

Trong hai chương cuối, chúng ta sẽ bắt đầu tìm hiểu về một số đóng góp to lớn của lĩnh vực tài chính hành vi. Tìm hiểu về những vấn đề này luôn được các nhà nghiên cứu theo đuổi bởi vì tài chính hiện đại không hoàn toàn giải thích được đầy đủ cho các quyết định khác nhau quan sát được khi người ta phải đối mặt với sự không chắc chắn và các kiểm định thực nghiệm về thị trường hiệu quả.

Trước khi tiếp tục, sẽ thích hợp nếu quay trở lại một lần nữa và xem xét một số phát hiện chính từ các tài liệu tâm lý có thể giúp làm sáng tỏ việc ra quyết định tài chính. Mặc dù điều đáng chú ý ở đây là mức độ thường xuyên mà con người có thể đưa ra được quyết định đúng đắn khi bị buộc phải quyết định trong thực tế và chỉ dựa trên một lượng thông tin hạn chế, chúng ta vẫn thấy rằng các sai lệch mang tính hệ thống có thể xảy ra. Trong chương kế tiếp, chúng ta sẽ xem xét quy tắc ngón tay cái, được biết đến với thuật ngữ tự nghiệm, có thể dẫn đến những sai lệch hệ thống, đặc biệt là khi được sử dụng bên ngoài vùng bản chất của chúng. Những nguyên nhân khác dường như là xu hướng phô trương kiến thức của một người, nhìn qua lăng kính màu hồng, và cảm xúc không cân bằng.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Một bất thường là một kết quả thực nghiệm trái ngược với thị trường hiệu quả.
2. Một số bất thường chính bao gồm: phản ứng chậm với các công bố thu nhập, hiệu ứng quy mô nhỏ, lợi thế của các cổ phiếu giá trị, quán tính giá và sự đảo ngược.
3. Thị trường hiệu quả trên lý thuyết dựa vào ba trụ cột. Các thị trường là hiệu quả nếu các nhà đầu tư là lý trí. Nếu điều này không đúng, nhưng sai lầm của các nhà đầu tư là ngẫu nhiên, thị trường vẫn hiệu quả và nếu điều này vẫn không đúng, nhưng kinh doanh chênh lệch giá không bị giới hạn, thị trường vẫn sẽ hiệu quả.
4. Tín hiệu nhiễu (noise) xuất hiện khi một vài nhà giao dịch dựa trên các thông tin sai. Nếu nhiều người cùng sai một lỗi, ở cùng một thời điểm, yếu tố cảm tính sẽ xuất hiện.
5. Rủi ro giao dịch nhiều là rủi ro việc định giá sai sẽ trở nên nghiêm trọng hơn.
6. Có những giới hạn kinh doanh chênh lệch giá do rủi ro cơ bản, rủi ro giao dịch nhiễu và chi phí thực hiện.

CÂU HỎI THẢO LUẬN

1. Phân biệt các khái niệm/thuật ngữ sau:
 - a. Quán tính giá và sự đảo ngược
 - b. Cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng
 - c. Rủi ro cơ bản và rủi ro giao dịch nhiễu
 - d. Bán một phần công ty con (carve out) và giá trị phụ trội (stub - value)
2. Quay lại các cặp tỷ giá trong “Trụ cột 3: Không có các giới hạn kinh doanh chênh lệch giá” ở trong nội dung của chương này. Diễn giải một chiến lược kinh doanh chênh lệch có lợi nhuận nếu $x = 105$
3. Kinh doanh chênh lệch giá bị giới hạn vì vốn của các nhà kinh doanh chênh lệch giá bị giới hạn. Thảo luận phát biểu này trong bối cảnh của những người đang quản lý tiền của họ và của những người đang quản lý tiền của người khác.
4. Đào bới dữ liệu là gì? Loại bằng chứng thực nghiệm nào thì thà hữu ích để ngăn chặn chỉ trích này?
5. Ba trụ cột mà thị trường hiệu quả dựa vào đó là gì? Tại sao chỉ đòi hỏi một trong số chúng.

CHỨNG MINH MÔ HÌNH SHILLER

CHƯƠNG 4 PHỤ LỤC

■ Chứng minh công thức 4.6

Bắt đầu với cân bằng thị trường (market-clearing) (cung bằng cầu):

A4.5

$$q_t + n_t = 1$$

Sử dụng phương trình 4.1 và 4.4 thay vào phương trình trên:

A4.1

$$\frac{E_t R_{t+1} - \rho}{\varphi} + \frac{y_t}{p_t} = 1$$

Lưu ý là tỷ suất sinh lợi chính là tỷ suất cổ tức cộng với tỷ lệ phần trăm lãi vốn cổ phần:

A4.2

$$E_t R_{t+1} = \frac{E_t p_{t+1} - p_t - E_t d_{t+1}}{p_t}$$

Thay A4.2 vào A4.1, rồi nhân cả 2 vế với φ , và sắp xếp lại kết quả ta sẽ có:

A4.3

$$\frac{1}{p_t} (E_t p_{t+1} + \varphi y_t - E_t d_{t+1}) = 1 + \varphi + \rho$$

Dễ dàng đơn giản hóa thành:

A4.4

$$p_t = \frac{E_t d_{t+1} + \varphi y_t - E_t d_{t+1}}{1 + \varphi + \rho}$$

Một giai đoạn tiếp sẽ là:

A4.5

$$p_{t+1} = \frac{E_{t+1} d_{t+2} + \varphi y_{t+1} - E_{t+1} d_{t+2}}{1 + \varphi + \rho}$$

Các biểu thức tương tự có thể được viết cho những khoảng thời gian thậm chí còn xa hơn. Một quá trình thay thế lặp đi lặp lại được gọi là thay thế đệ quy cuối cùng sẽ đưa chúng ta tới phương trình 4.6:

$$\boxed{\text{A4.6}} \quad p_t = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{E_t d_{t+k} + \emptyset E_t y_{t-1+k}}{(1+\rho+\varphi)^k}$$

- Trạng thái ổn định với ví dụ bằng số:

Các thông số trạng thái ổn định (steady-state) là $\rho = 0\%$; $\varphi = 20\%$ và $\delta = 10\%$. Trong trạng thái ổn định này (ở đó các nhà giao dịch nhiều có cảm tính trung lập), các nhân tố cơ bản sẽ chỉ phối mọi thứ, ngụ ý rằng:

$$\boxed{\text{A4.6}} \quad E_t R_{t+1} = \delta$$

Thay phương trình này và các giá trị tham số vào công thức 4.2 sẽ cho chúng ta phương trình sau:

$$\boxed{\text{A4.7}} \quad q_t = \frac{E_t R_{t+1} - \rho}{\varphi} = \frac{0.10 - 0}{0.2} = 0.5$$

Điều này hàm ý rằng $n_t = 0.5$, vì tất cả cổ phiếu phải được nắm giữ. Từ công thức 4.4, giá trị của y_t thích hợp ở đây sẽ là \$5:

$$\boxed{4.4} \quad y_t = n_t * p_t = 0.5 * \$10 = \$5$$

Từ bản thảo đầu tiên về lý thuyết triển vọng năm 1979, Kahneman và Tversky thiết lập các điều kiện dựa trên các chứng cứ thực nghiệm, để đưa ra một hàm trọng số thích hợp. Bên dưới là một danh sách các điều kiện cho giả thuyết hàm trọng số, phương trình 3.3 (được mô tả trong hình 3.2).

CHÚ THÍCH

1. Tranh luận này được trình bày trong Chapter 1, Shleifer, A., ed., 2000, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (Clarendon Lectures in Economics – Oxford University Press, Oxford, U.K.).
2. Như sẽ được thảo luận trong phần sau của chương, đây thực sự là định nghĩa của “kinh doanh chênh lệch giá trong sách giáo khoa”.
3. Xem Fama, E. F., L. Fisher, M. C. Jensen, và R. Roll, 1969, “The

- adjustment of stock prices to new information”, *International Economic Review* 12, 1-21, một trong những nghiên cứu sự kiện đầu tiên. Nghiên cứu này tập trung vào việc chia tách cổ phiếu.
4. Nghiên cứu sự kiện đầu tiên về công bố thu nhập là của Ball, R., và P. Brown, 1968, “An empirical evaluation of accounting income numbers”, *Journal of Accounting Research* 6, 159-178.
 5. Rendleman, R. J., C. P. Jones, và H. A. Latane, 1982, “Empirical anomalies based on unexpected earnings and the importance of risk adjustment”, *Journal of Financial Economics* 10, 269-187.
 6. Banz, R. W., 1981, “The relationship between return and market value of common stocks”, *Journal of Financial Economics* 9, 3-18.
 7. Keim, D. B., 1983, “Size-related anomalies and stock return seasonality: Further empirical evidence”, *Journal of Financial Economics* 12, 13-32.
 8. Roll, R., 1981, “A possible explanation of the small firm effect”, *Journal of Finance* 36, 879-888.
 9. Trích dẫn từ trang 1733 trong Brock, W., J. Lakonishok, và B. LeBaron, 1992, “Simple technical trading rules and the stochastic properties of stock returns”, *Journal of Finance* 47, 1731-1764.
 10. Xem Easterday, K. E., P. K. Sen, và J. A. Stephan, 2007, “The small firm/January effect”: Is it disappearing in U.S. markets because of investor learning?”, working paper.
 11. Basu, S., 1977, “Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis”, *Journal of Finance* 32, 663-682.
 12. Lakonishok, J., A. Shleifer, và R. Vishny, 1994, “Contrarian investment, extrapolation risk”, *Journal of Finance* 49, 1541-1578.
 13. Xem Chan, L. K. C., Y. Hamao, và J. Lakonishok, 1991, “Fundamentals and stock returns in Japan”, *Journal of Finance* 46, 1739-1789, cung cấp bằng chứng ở thị trường Nhật Bản.
 14. Fama, E. F., và K. R. French, 1998, “Value vs. growth: The international evidence”, *Journal of Finance* 53, 1975-1799.
 15. Trước đây theo thông lệ chúng ta thường nói đến tỷ số P/E, nhưng ở đây trình bày tất cả các tỷ số (bao gồm E/P, là nghịch đảo của P/E) thể hiện số liệu kế

- toán so với mức giá, nhằm mục đích nhất quán.
16. Chính xác hơn, tỷ suất sinh lợi vượt trội không thể dự đoán được bằng cách sử dụng thông tin công bố sẵn có, bao gồm cả tỷ suất sinh lợi quá khứ (kể cả tỷ suất sinh lợi thô hay vượt trội).
17. Jegadesdh, N., 1990, "Evidence of predictable behavior of security returns", *Journal of Finance* 45, 881-898.
18. Có bằng chứng cho thấy sự đảo ngược trong ngắn hạn được giải thích chủ yếu bởi áp lực giá do tính thanh khoản gây ra (gây khó khăn cho việc vốn hóa). Xem Boudoukh, J., M. P. Richardson, và R. F. Whitelaw, 1994, "A tale of three schools: Insights on autocorrelations of short-horizon stock returns", *Review of Financial Studies* 7, 539-573.
19. De Bont, W. F. M., và R. Thaler, 1985, "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance* 40, 793-807.
20. Jegadeesh, N., và S. Titman, 1993, "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency", *Journal of Finance* 48, 65-91.
21. Moskowitz, T. J., và M. Grinblatt, 1999, "Do industries explain momentum?", *Journal of Finance* 54, 1249-1290.
22. Korajczyk, R., và R. Sadka, 2004, "Are momentum profits robust to trading costs?", *Journal of Finance* 59, 1039-1082.
23. Xem Chan, L. K. C., N. Jegadeesh và J. Lakonishok, 1999, "The profitability of momentum strategies", *Financial Analysts Journal* (Special Issue on Behavioral Finance), 80-90; và Chordia, T., và L. Shivakumar, 2006, "Earnings and price momentum", *Journal of Financial Economics* 80, 627-656.
24. Rouwenhorst, K. G., 1998, "International momentum strategies", *Journal of Finance* 53, 267-284.
25. Griffin, J. M., X. Ji, và S. Martin, 203, "Momentum investing and business cycle risk: Evidence from pole to pole", *Journal of Finance* 63, 2515-2547.
26. Đối với Đức, xe, Schierek, D., W. De Bont, và M. Weber, 1999, "Contrarian and momentum strategies in Germany", *Financial Analysts Journal* (Special Issue on Behavioral Finance), 104-116; và đối với Canada, xem Deaves, R., và P. Miu, 2007, "Refining momentum strategies by conditioning on prior long-term returns: Canadian

- evidence", *Canadian Journal of Administrative Sciences* 24, 135-145.
27. Trích dẫn này từ trang 529 trong Black, F., 1986, "Noise", *Journal of Finance* 41(3), 529-543.
28. Xem Shiller, R. J., 1984, "Stock prices and social dynamics", *Brooking Papers on Economic Activity* 2, 457-498.
29. Trích dẫn này từ trang 457 trong Shiller, R. J., 1984, "Stock prices and social dynamics", *Brooking Papers on Economic Activity* 2, 457-498.
30. Shiller, R. J., 1984, "Stock prices and social dynamics", *Brooking Papers on Economic Activity* 2, 457-498. Mô hình tự nghiệm theo nghĩa là nó không hoàn hảo mà chỉ mang tính mô tả. Ví dụ, sự ưa thích không phải là mô hình. Cách mà Shiller sử dụng để gọi nhóm nhà giao dịch thứ hai là "những nhà đầu tư thiếu lý trí".
31. Mô hình rủi ro giao dịch nhiều được đề cập ở phần sau bao gồm cả sự bù đắp cho việc gánh chịu rủi ro giao dịch nhiều.
32. Để thấy điều này, đặt $E_t R_{t+1} = \rho + \phi$ trong công thức 4.2.
33. Ngoài ra, nếu chúng ta giả định độ co giãn của cầu đơn vị đối với những nhà giao dịch nhiều, y_t có thể được xem là biến ngoại sinh đối với mô hình.
34. Một trạng thái ổn định là một dạng của cân bằng đồng.
35. Xem Phụ lục để biết thêm chi tiết.
36. Cụ thể là, $y_t = 10, 9, 8, 7, 6, 5$ tương ứng với $t = 5, 6, 7, 8, 9, 10$.
37. Do chi phí giao dịch, x có thể hơi khác so với tích của hai tỷ giá hối đoái còn lại.
38. Bởi vì điều này chỉ mất vài giây, lãi suất mà bạn phải trả sẽ gần bằng 0.
39. Shleifer, A., và R. Vishy, 1997, "The limits of arbitrage", *Journal of Finance* 52, 35-55.
40. Cũng có thể dùng thuật ngữ "rủi ro giá bán lại".
41. Ngược lại, nếu giá dịch chuyển theo hướng thuận lợi, bạn có thể rút tiền ra.
42. Tại ngày đáo hạn, tình huống giống với thị trường giao ngay. Như trong ví dụ kinh doanh chênh lệch giá ba bên, thực hiện kinh doanh chênh lệch giá rất rõ ràng.
43. De Long, J. B., A. Shleifer, L. H. Summers, và R. Waldmann, 1990, "Noise trader risk in financial markets", *Journal of Political Economy* 98, 703-738. Xem Shleifer, A., và L. H. Summers, 1990, "The noise trader approach to finance",

- Journal of Finance* 4(2), 19-33.
44. Xem Lee, C. M. C., A. Shleifer, và R. H. Thaler, 1988, "Closed-end mutual funds", *Journal of Economic Perspectives* 4, 153-164.
45. De Long, J. B., A. Shleifer, L. H. Summers, và R. Waldmann, 1990, "Noise trader risk in financial markets", *Journal of Political Economy* 98, 703-738. Xem Hirshleifer, D., và G. Y. Luo, 2001, "On the survival of overconfident traders in a competitive security market", *Journal of Financial Markets* 4, 73-84.
46. Geczy, C. C., D. K. Musto, và A. V. Reed, 2002, "Stocks are special too: An analysis of the equity lending market", *Journal of Financial Economics* 66, 241-369.
47. Shiller, R. J., 2000, *Irrational Exuberance* (Princeton University Press, Princeton, New Jersey).
48. Xem Shiller, R. J., 2000, *Irrational Exuberance* (Princeton University Press, Princeton, New Jersey). "Irrational Exuberance", tựa đề cuốn sách của Shiller là từ một câu nói nổi tiếng của Alan Greenspan, Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, trong bài phát biểu năm 1996 khi ông mô tả hành vi của những nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán.
49. Lamont, O. A., và R. H. Thaler, 2003, "Can the market add and subtract? Mispricing in tech stock carve-outs", *Journal of Political Economy* 111, 227-268.
50. Lamont, O. A., và R. H. Thaler, 2003, "Can the market add and subtract? Mispricing in tech stock carve-outs", *Journal of Political Economy* 111, 227-268.
51. Cũng có những trường hợp khác có giá trị phụ trội âm. Xem thêm Lamont, O. A., và R. H. Thaler, 2003, "Can the market add and subtract? Mispricing in tech stock carve-outs", *Journal of Political Economy* 111, 227-268.

NỀN TẢNG KHOA HỌC HÀNH VI

PHẦN

III

Chương 5: Tự nghiệm và lệch lạc

Chương 6: Sự tự tin quá mức

Chương 7: Nền tảng của cảm xúc

5.1 GIỚI THIỆU

Một chỉ trích nhắm vào các mô hình cổ điển trong kinh tế và tài chính là đôi khi chúng được xây dựng như thể người ra quyết định có một bộ nhớ RAM không giới hạn. Một người ra quyết định như vậy luôn xem xét tất cả thông tin có liên quan và đưa ra được sự lựa chọn tốt nhất trong mọi tình huống của một quá trình được gọi là tối ưu hóa có ràng buộc.

Nhưng con người bình thường là không hoàn hảo và một số mô hình đòi hỏi quá nhiều thông tin. Có phải chúng ta đang hỏi quá nhiều? Lấy mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) làm ví dụ, đây là một mô hình nổi tiếng và quan trọng giúp nhà nghiên cứu William Sharpe đoạt giải Nobel kinh tế vào năm 1990. Mô hình này giả định rằng các nhà đầu tư có thể nghiên cứu tất cả các chứng khoán để có được tất cả dữ liệu đầu vào của mô hình. Những dữ liệu đầu vào bao gồm: tỷ suất sinh lợi mong đợi và phương sai của các chứng khoán, cũng như hệ số tương quan giữa các loại chứng khoán. Chỉ khi đó nhà đầu tư mới có thể chọn ra một danh mục đầu tư thích hợp.

Chương này tập trung thảo luận cách thức con người đưa ra các quyết định khi thông tin và thời gian bị giới hạn trong một thế giới không chắc chắn. Chủ đề này bắt đầu trong phần tiếp theo bằng các thảo luận về một số giới hạn nhất định trong nhận thức có thể dẫn đến những kỳ vọng không hợp lý trong các mô hình. Nhận thức và bộ nhớ không phải là bộ lọc thông tin chính xác, và cách mà thông tin được trình bày, còn gọi là bối cảnh của vấn đề, ảnh hưởng như thế nào đến việc tiếp nhận thông tin. Bởi vì có nhiều thông tin rất khó xử lý nên con người đã sử dụng các đường tắt (shortcut) hoặc tự nghiệm (heuristic) để đưa ra những quyết định hợp lý. Nhưng thật không may, một số phương pháp dựa trên kinh nghiệm thường dẫn đến các lệch lạc, nhất là khi được sử dụng bên ngoài

phạm vi tự nhiên của nó. Một số dạng tự nghiệm ảnh hưởng đến sự ưa thích của con người chủ yếu liên quan đến việc tìm kiếm sự tiện lợi sẽ được thảo luận trong phần 5.3. Trong phần 5.4 chúng ta sẽ thảo luận một số phương pháp kinh nghiệm được dùng để ước lượng xác suất. Vấn đề quan trọng nhất trong phần này là các biểu hiện khác nhau của tình huống điển hình. Trong phần tiếp theo, chúng ta sẽ chuyển sang việc neo quyết định (anchoring), khuynh hướng con người chậm thay đổi quan điểm hơn chúng ta tưởng. Phần 5.6 thảo luận những chỉ trích đối với phương pháp kinh nghiệm và các lách laced, quan điểm cho rằng phương pháp kinh nghiệm “nhanh và ít tốn kém” trên thực tế hoạt động rất tốt. Trong phần cuối, chúng ta sẽ tìm hiểu các phương pháp kinh nghiệm và các lách laced có liên quan được mô tả trong chương này có vai trò như thế nào trong các quyết định tài chính.

5.2 NHẬN THỨC, TRÍ NHỚ VÀ TỰ NGHIỆM

NHẬN THỨC¹

Các mô hình xử lý thông tin thông thường giả định rằng các chủ thể dễ dàng thu thập và lưu trữ thông tin mà không tốn phí. Thật không may, **nhận thức (perception)**, có chức năng tải thông tin về “máy tính con người”, lại thường đọc sai thông tin. Ví dụ, chúng ta thường chỉ “nhìn thấy” điều chúng ta kỳ vọng. Trong một thí nghiệm, những người tham gia được nhìn thấy năm lá bài, tất cả đều là cơ hoặc là bích.² Một trong các lá bài trên là lá bài ba cơ bị tô màu đen, nhưng hầu hết mọi người đều không phát hiện ra lỗi. Một phản ứng thông thường là mọi người đã nhìn thấy một lá bài ba cơ bình thường hoặc lá bài ba bích bình thường. Bài học rút ra ở đây là nhận thức là sự chọn lọc, trong đó các kỳ vọng tác động rất mạnh tới nhận thức.

Điều này cũng đúng khi nói rằng người ta thường “nhìn thấy” những gì mà họ mong muốn được nhìn thấy. Sau một trận bóng đá căng thẳng giữa trường đại học Dartmouth và Princeton, một nhóm sinh viên từ hai trường đại học đã được hỏi nhằm đánh giá đội nào có hành vi thô bạo quá mức.³ Trong số các sinh viên của trường Dartmouth, chỉ có 36% nghĩ là đội của họ. Ngược lại, 86% sinh viên trường Princeton nghĩ rằng đội bóng trường Dartmouth đã khởi đầu cho những hành vi thô bạo.

Đôi khi một số nhận thức bị bóp méo bởi ý muốn bản thân (self-serving fashion). **Xung đột nhận thức (cognitive dissonance)** tạo nên

tình huống trong đó mọi người bị thúc đẩy phải giảm thiểu hoặc né tránh những mâu thuẫn trong tâm lý, thường để nhằm gia tăng hình ảnh tích cực của bản thân. Trong một thí nghiệm, những người bỏ phiếu trong một cuộc bầu cử ở Canada được phỏng vấn trước hoặc sau khi rời khỏi hộp phiếu.⁴ Những người được phỏng vấn tưởng rằng ứng viên mà họ bỏ phiếu là sự lựa chọn tốt nhất và sẽ giành được chiến thắng nếu họ được phỏng vấn sau khi bỏ phiếu so với trước khi bỏ phiếu. Dường như có một sự thống nhất vô thức giữa hành động và quan điểm.

TRÍ NHỚ

Sự sai lệch càng gia tăng khi một người cố gắng nhớ lại những nhận thức hoặc quan điểm trong quá khứ. Lập luận thông thường là những kinh nghiệm trong quá khứ bằng cách nào đó đã được ghi vào ổ cứng của bộ não và sau đó được gọi lại - dù có sự nỗ lực đáng kể - thì cũng không phải là cách bộ não chúng ta hoạt động. Thực tế là, **trí nhớ (memory)** sẽ được tái tạo lại. Một cách để chúng ta nhận ra điều này là, trong một thí nghiệm, khi con người chứng kiến một sự kiện và nhận được thông tin sai lệch về nó, thông tin sai lệch này thường được lưu lại trong trí nhớ của họ.⁵

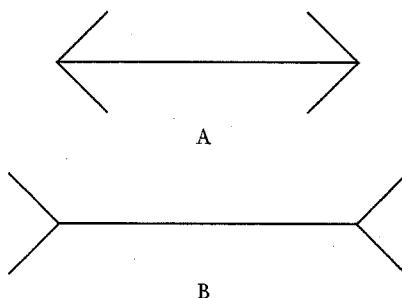
Trí nhớ không chỉ được tái tạo lại mà còn biến đổi rất mạnh mẽ. Bạn có bao giờ chú ý đến việc bạn dễ dàng mang những ký ức rất tốt hoặc rất xấu vào trong tâm trí của bạn (chẳng hạn, khi bạn trúng xổ số hàng triệu Euro hoặc khi bạn nhận ra rằng bạn đã vất bỏ chiếc vé xổ số đó vào sọt rác)? Mặc dù một thảo luận đầy đủ về cảm xúc sẽ được trình bày trong Chương 7, nhưng chúng ta vẫn có thể hiểu được lý do tại sao các sự kiện được nhớ lại nhiều hơn khi chúng đem lại cảm xúc dâng trào.⁶

Vì các ký ức đẹp làm cho bạn cảm thấy hạnh phúc hơn so với những ký ức buồn, nên không có gì là ngạc nhiên nếu đôi lúc chúng ta “viết lại quá khứ - rewriting history”. Nó cũng làm cho chúng ta cảm thấy tốt hơn khi nghĩ rằng chúng ta có khả năng kiểm soát tốt một số tình huống hơn so với năng lực thực tế, hoặc chúng ta có khả năng phán đoán tốt điều gì sẽ xảy ra trong tương lai. Hệ quả của điều này là trong quá khứ chúng ta chắc hẳn có một khả năng phán đoán tốt điều gì có khả năng xảy ra. Nói cách khác, “chúng ta biết suốt mọi thời điểm – we knew it all along”. Đây được gọi là lệch lạc nhận thức muộn (hindsight bias), một loại lệch lạc sẽ được thảo luận cụ thể hơn trong chương tới.⁷

TÁC ĐỘNG CỦA BỐI CẢNH

Nhận thức và trí nhớ bị ảnh hưởng bởi bối cảnh hay cách trình bày. Đây là lý do quan trọng tại sao các quyết định tài chính bị ảnh hưởng bởi bối cảnh, như chúng ta đã thảo luận trong Chương 3. Một số nhà nghiên cứu đã đưa ra bằng chứng chứng thực tầm quan trọng của bối cảnh đối với khả năng nhận thức và trí nhớ. Ví dụ, một người dẫn chương trình thể thao có chiều cao trung bình trông có vẻ thấp hơn khi phỏng vấn vận động viên bóng rổ nhưng lại có vẻ cao hơn khi phỏng vấn vận động viên đua ngựa. Đây được gọi là: “hiệu ứng tương phản – contrast effect”.⁸ Có một số ảo giác nhận thức do hiệu ứng này. Hình 5.1 cung cấp một ví dụ điển hình.⁹ Mặc dù các đường thẳng có chiều dài bằng nhau nhưng sự thay đổi hướng mũi tên khiến người quan sát có cảm giác hai đường thẳng có chiều dài khác nhau.

Hình 5.1 Đường thẳng nào dài hơn



Tầm quan trọng của bối cảnh cũng thể hiện rõ ràng trong hiệu ứng ban đầu và hiệu ứng tức thì.¹⁰ **Hiệu ứng ban đầu (primacy effect)** được phát hiện dựa trên nghiên cứu cho thấy rằng nếu một đối tượng được hỏi ấn tượng của họ về một ai đó dựa trên một loạt các yếu tố tương ứng, thì yếu tố đầu tiên thường chi phối. Một người nào đó được miêu tả là “thông minh (intelligent), siêng năng (industrious), bốc đồng (impulsive), hay chỉ trích (critical), bướng bỉnh (stubborn), ganh tị (envy)” thường gây ấn tượng tốt hơn so với một người được mô tả là “ganh tị, bướng bỉnh, hay chỉ trích, bốc đồng, siêng năng, thông minh”. Vì chuỗi mô tả thứ hai chỉ là sắp xếp ngược lại với chuỗi mô tả đầu, điều này cho thấy yếu tố nào xuất hiện trước sẽ có tác động lớn hơn.

Khi các yếu tố được xếp theo thứ tự tạm thời, thay vì những ấn tượng đầu chi phối thì **hiệu ứng tức thì (recency effect)** lại cho thấy điều ngược lại. Nói cách khác, những yếu tố xuất hiện cuối cùng sẽ gây tác động mạnh

hơn. Câu hỏi đặt ra ở đây là: Hiệu ứng nào là mạnh hơn giữa hiệu ứng ban đầu và hiệu ứng tức thì? Câu trả lời là tùy thuộc vào mỗi tình huống. Khi có sự tách biệt đáng kể về thời gian, thì hiệu ứng tức thì thường chi phối. Ví dụ, một sự kiện xảy ra cuối tuần qua sẽ có tác động mạnh hơn so với một sự kiện xảy ra vào năm ngoái, nhưng nếu một trong hai sự kiện có liên quan tiếp với nhau, trong đó sự kiện sau là sự tiếp nối sự kiện đầu (ví dụ như hai bài diễn thuyết chính trị), thì sự kiện đầu tiên sẽ có tác động mạnh hơn.

Hiệu ứng danh tiếng (halo effect) cũng được quan sát thấy.¹¹ Bất cứ ứng cử viên tìm việc nào về mặt trực giác đều thấy rằng quan điểm và phát biểu của anh ta sẽ được chú trọng hơn nếu trang phục và dáng vẻ chỉnh tề tại buổi phỏng vấn. Tuy không được rõ ràng lắm, nhưng vẻ đẹp trời phú cũng tạo nên ấn tượng. Nghiên cứu đã cho thấy rằng những bài luận được xem là có chất lượng tốt khi được viết bởi một người được coi là có sức cuốn hút.¹²

DỄ DÀNG XỬ LÝ THÔNG TIN VÀ QUÁ TẢI THÔNG TIN

Những thảo luận cho tới thời điểm hiện nay đã cho thấy con người gặp phải khó khăn khi xử lý thông tin trong một số tình huống nhất định. Thật thú vị, con người thường như ưa thích các tình huống mà có thể dễ dàng xử lý thông tin. **Dễ dàng xử lý thông tin (ease of processing)** thực chất là hiểu một cách nhanh chóng. Thông tin dễ hiểu thường được cho là chắc chắn đúng.¹³

Sự khó khăn trong việc đánh giá thông tin tăng lên bởi sự thừa thãi thông tin mà chúng ta có thể sử dụng. Mặc dù điều này là khá rõ ràng trong một số lĩnh vực - ví dụ như xem xét bao nhiêu thông tin có thể liên quan đến ước tính giá trị của cổ phiếu Microsoft - và thậm chí là khi thông tin được trình bày khá rõ ràng, nhưng vẫn có thể xảy ra hiện tượng **quá tải thông tin (information overload)**, tức tình trạng bối rối và né tránh đưa ra quyết định.

Trong một thí nghiệm, những người mua hàng tại một siêu thị được dùng thử các mẫu mứt và thạch rau câu.¹⁴ Trong thử nghiệm đầu tiên, một mẫu nhỏ được đưa ra cho nếm thử và trong thử nghiệm thứ hai, lượng mẫu cho nếm thử lớn hơn. Mặc dù mọi người thường thích có nhiều sản phẩm để lựa chọn và thực tế những bàn có nhiều sản phẩm lại thu hút nhiều đam mê hơn nhưng các bàn có ít sản phẩm lại bán được nhiều hơn. Lý do chính là vì khi có quá nhiều sản phẩm để lựa

chọn khiến con người bị quá tải thông tin, và cảm giác thấy khó khăn để đưa ra quyết định tức thời. Kinh nghiệm cá nhân của tất cả chúng ta cũng hiểu rằng sự chần chừ có thể dẫn đến việc không hành động một cách dứt khoát.

TỰ NGHIỆM

Trong một vài trường hợp, con người không thể trì hoãn đưa ra các quyết định. Vì các quyết định cần nhanh chóng được đưa ra trong bối cảnh thông tin và khả năng xử lý bị hạn chế nên sử dụng đường tắt (shortcut) hoặc **tự nghiệm (heuristic)** là điều cần thiết. Tự nghiệm là quy tắc đưa ra quyết định sử dụng một tập hợp con trong tất cả thông tin. Vì hầu như trong mọi tình huống con người phải tiết kiệm chi phí và không thể phân tích tất cả các biến cố bất ngờ nên chúng ta sử dụng tự nghiệm mà không hề nhận ra điều đó.

Tự nghiệm có nhiều loại và quy mô. Hai nhóm đối lập của tự nghiệm là phản thân (reflexive), tự trị (autonomic), không nhận thức (noncognitive) và tiết kiệm chi phí (dạng một); và nhóm thứ hai bản chất là nhận thức (dạng hai).¹⁵ **Tự nghiệm dạng một (type 1 heuristics)** thích hợp khi cần nhanh chóng đưa ra quyết định hoặc khi số tiền đặt cược là nhỏ (“tôi muốn mua một chiếc bánh hamburger hơn là bánh hot dog bởi vì tôi thường thích chúng hơn”). **Tự nghiệm dạng hai (type 2 heuristics)** cần nhiều nỗ lực và thích hợp khi số tiền đặt cược lớn. Trong một số trường hợp, những phản ứng ban đầu dựa trên tự nghiệm dạng một có thể bác bỏ hoặc củng cố tự nghiệm dạng hai (“Không, hôm nay tôi sẽ chọn bánh hot dog vì nó có nhiều loại khác nhau và tôi muốn thử các sản phẩm mới”).

Tự nghiệm hình thành từ đâu? Chắc chắn các lực tiến hóa đã trang bị cho chúng ta những công cụ tốt để có thể tồn tại.¹⁶ Trong thảo luận ở Chương 3, chúng ta đã có những bằng chứng cho thấy lý thuyết triển vọng có một quá trình tiến hóa. Sự liên kết này không có gì là ngạc nhiên vì lý thuyết triển vọng có thể được xem như là một loạt các quy tắc ngón tay cái có liên quan trong việc đưa ra quyết định khi đối mặt với rủi ro, như chúng ta đã khẳng định trong Chương 3.

Liệu sự tiến hóa có trang bị cho chúng ta một “bộ công cụ” tự nghiệm hoàn hảo hay không? Điều này là không cần thiết vì một tập hợp các tự nghiệm tốt không hẳn là tập hợp tối ưu - nghĩa là các lực tiến hóa chỉ thực sự đòi hỏi các tự nghiệm của người sống sót phải tốt hơn tự nghiệm của các đối thủ của họ. Tự nghiệm là một phần trong bộ công cụ của chúng ta

trong nhiều thế kỷ, trong khi nhiều vấn đề cần phải được giải quyết trong lĩnh vực tài chính lại xuất hiện gần đây, vì thế sẽ không có gì ngạc nhiên khi những công cụ này được sử dụng bên ngoài phạm vi tự nhiên của chúng, thì chúng có thể sai.¹⁷

NHỮNG VÍ DỤ VỀ TỰ NGHIỆM

Phần tiếp theo chúng ta sẽ mô tả một số tự nghiệm, bắt đầu với những ví dụ phản xạ tự nhiên. Ví dụ nếu bạn đang đi dạo trên phố bỗng nghe một âm thanh lớn, bạn sẽ có xu hướng tránh xa vùng phát ra âm thanh, sau đó mới bình tâm xem xét và phân tích điều gì đang xảy ra. Không có suy nghĩ ở trường hợp này: mệnh lệnh và sự điều khiển hoàn toàn là một cảm xúc nguyên thủy nằm sâu kín trong bộ não. Tất nhiên, sau một vài giây, bạn sẽ nhìn xung quanh và đánh giá xem liệu âm thanh đó có gây nguy hiểm hay không (nếu là tiếng súng, chạy càng xa càng tốt) hoặc nếu đó là một âm thanh gây tò mò (chẳng hạn như tiếng pháo thần công trong một lễ hội, bạn sẽ tiến lại gần để xem).

Một ví dụ khác là tại nhà bếp. Nếu nhìn vào trong tủ lạnh và phát hiện một số thức ăn bị bốc mùi lạ, rõ ràng bạn sẽ vứt bỏ các thức ăn đó. Có khả năng bạn có thể bị bệnh nếu ăn những thức ăn đó. Bạn đọc chắc chắn cũng sẽ đồng ý với cả hai hành động: “di chuyển khỏi vùng phát ra âm thanh lớn” và “không ăn các thức ăn có mùi lạ”, cho thấy tự nghiệm đã tạo nên một cảm giác rõ ràng, và dễ dàng nhận ra vai trò của những đường tắt này quan trọng như thế nào đối với sự tồn tại của con người. Mặc dù các tự nghiệm mà chúng ta thảo luận cho đến thời điểm hiện nay là tự nhiên, nhưng ngay bây giờ chúng ta sẽ chuyển sang các tự nghiệm mà chúng ta nhận thức được.

5.3 SỰ QUEN THUỘC VÀ CÁC TỰ NGHIỆM CÓ LIÊN QUAN

Trong phần này chúng ta sẽ khám phá một loạt các tự nghiệm có liên quan khiến con người thể hiện sự ưa thích không liên quan đến các đánh giá khách quan. Con người thường cảm thấy an tâm với những điều **quen thuộc** (*familiar*). Con người không thích sự mơ hồ và thường tìm cách né tránh các rủi ro không được bù đắp. Con người có khuynh hướng gắn liền với những cái gì họ biết thay vì xem xét các lựa chọn khác. Con người lảng tránh tiếp nhận những sáng tạo mới mặc dù họ

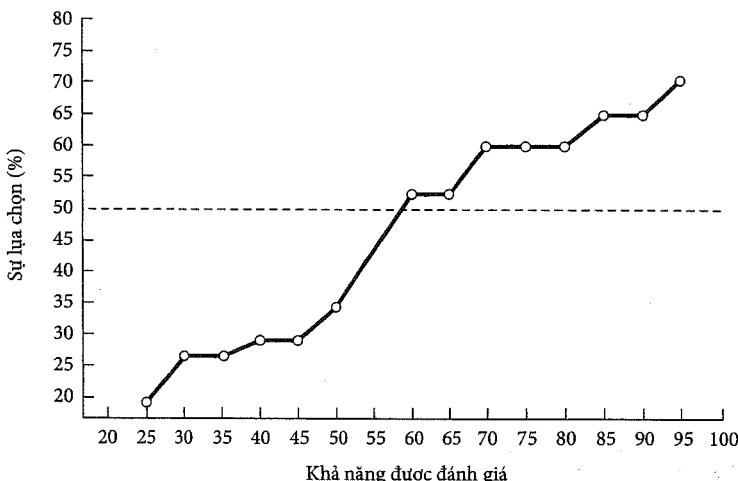
biết rằng việc tiếp cận những sáng tạo mới này có thể rất đáng giá. Tất cả những điều trên cho thấy con người có khuynh hướng tìm kiếm sự an tâm.

SỰ QUEN THUỘC

Con người thường dễ dàng chấp nhận tham gia một cuộc chơi nếu họ cảm thấy am hiểu về nó, nghĩa là, nếu họ cảm thấy có đủ khả năng. Chip Heath và Amos Tversky đã tiến hành một thí nghiệm trong đó bước đầu tiên là kiểm tra những người tham gia bằng một loạt các câu hỏi kiến thức phổ thông có nhiều sự lựa chọn (có bốn lựa chọn).¹⁸ Mỗi câu hỏi lựa chọn này có một câu hỏi về độ tin cậy đi kèm khi trả lời câu hỏi đó, trong đó mức độ chắc chắn từ 100% đến 25%. Với câu hỏi có 4 lựa chọn thì mức độ tự tin 25% đơn thuần chỉ là sự suy đoán. Giả sử một người tham gia có mức độ tự tin 60% (tính trung bình qua tất cả các câu trả lời). Sau đó người này sẽ được đề nghị lựa chọn tham gia vào một trong hai trò chơi sau: một trò chơi có phần thưởng ngẫu nhiên với xác suất 60% và một trò chơi thứ hai sẽ nhận được phần thưởng nếu một trong những câu trả lời được lựa chọn ngẫu nhiên của người này là chính xác.¹⁹

Hình 5.2 cho thấy kết quả của cuộc thử nghiệm. Khi mọi người cảm thấy họ có khả năng chiến thắng trong các câu hỏi, họ có khuynh hướng lựa chọn một trò chơi dựa trên khả năng giành chiến thắng hơn là lựa chọn trò chơi xổ số ngẫu nhiên. Điều này được chứng minh bởi hệ số tương quan dương giữa xác suất tự đánh giá khả năng trả lời đúng câu hỏi và tỷ lệ phần trăm lựa chọn loại đặt cược dựa trên kỹ năng (competence bet). Điều quan trọng cần phải hiểu rằng bất kể mức độ hiểu biết mà bản thân tự đánh giá là bao nhiêu thì khả năng thành công trong mỗi hình thức đặt cược là giống nhau. Ví dụ, nếu một người tham gia tin rằng khả năng trả lời đúng câu hỏi là 50% thì hình thức đặt cược giống như xổ số cũng có xác suất thành công 50%. Tương tự, nếu những người tham gia khác tự cho rằng khả năng trả lời đúng câu hỏi là 75% thì hình thức đặt cược giống như xổ số cũng có xác suất thành công 75%.²⁰ Kết luận hợp lý là mọi người ưa thích sự quen thuộc.

Hình 5.2 Sự lựa chọn giữa đặt cược dựa trên kỹ năng so với đặt cược ngẫu nhiên như là một phương trình của xác suất đánh giá



Nguồn: *Journal of Risk and Uncertainty, Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty*, Volume 4, 1991, pp 5 – 28, Heath, C., và A. Tversky.

E NGẠI SỰ MƠ HỒ

Quan sát hình 5.2 một lần nữa, chúng ta nhận thấy rằng khi xác suất tự đánh giá ở mức cao nhất của nó thì khuynh hướng rõ ràng là người chơi thích chọn đặt cược dựa trên kỹ năng, và khi xác suất tự đánh giá ở mức thấp nhất thì người chơi có khuynh hướng lựa chọn hình thức đặt cược ngẫu nhiên (random bet).

Trong khi sự quen thuộc dường như là nguyên nhân giải thích cho lựa chọn đầu, lựa chọn sau có khả năng là do e ngại sự mơ hồ (*ambiguity aversion*). Lấy trường hợp có xác suất tự đánh giá 35% làm ví dụ. Lý do người chơi ưa thích hình thức cá cược ngẫu nhiên hơn (xác suất có được phân thưởng là 35%) vì họ biết phân phối chính xác (bạn sẽ giành chiến thắng với xác suất 35%), nhưng, khi khả năng hiểu biết là không cao, bạn thực sự không biết điều gì bạn biết và điều gì không biết (nghĩa là, mặc dù phỏng đoán tốt nhất của bạn là xác suất 35% bạn sẽ trả lời đúng câu hỏi, nhưng không chắc chắn rằng đây có phải là xác suất giành được phân thưởng hay không).

Trong ví dụ minh họa cổ điển cho thái độ e ngại sự mơ hồ, những người chơi thích đặt cược vào quả bóng màu đỏ (hay màu đen) có thể được rút ra từ một chiếc bình đựng 50 quả bóng màu đen và 50 quả bóng màu đỏ so với trường hợp mà người chơi chỉ biết chiếc bình đựng 100

quả bóng màu đen và màu đỏ với một tỉ lệ không biết trước.²¹ Nếu người chơi nghĩ về điều này, xác suất thành công không điều kiện là giống hệt nhau trong cả hai cách chơi. E ngại sự mơ hồ bắt nguồn từ việc con người ưa thích rủi ro hơn là sự không chắc chắn. Trong Chương 1, chúng ta đã phân biệt sự khác nhau giữa rủi ro và sự không chắc chắn. Rủi ro tồn tại khi chúng ta biết chính xác phân phối xác suất. Trong cách chơi đầu tiên, rõ ràng là xác suất rút ra một quả bóng màu đỏ (hoặc màu đen) là 50%. Sự không chắc chắn tồn tại khi chúng ta không biết phân phối xác suất. Mặc dù kỳ vọng tốt nhất của chúng ta trong cách chơi thứ hai là xác suất 50% cho mỗi màu nhưng con người cảm thấy không an tâm với sự không chắc chắn vốn có của tình huống này.

Có quan điểm cho rằng thái độ e ngại sự mơ hồ là hành vi thiên về cảm xúc hơn là tự nghiệm. Thật ra, nó phản ánh xu hướng của cảm xúc, cụ thể là sự sợ hãi, ảnh hưởng đến việc lựa chọn trong các tình huống có rủi ro.²² Bất chấp ý định tốt nhất của các nhà thí nghiệm, vẫn có sự e ngại rằng sự mơ hồ chính nó lại có thể tạo ra sự bóp méo.

TỰ NGHIỆM ĐA DẠNG HÓA

Tự nghiệm đa dạng hóa (diversification heuristic) cho rằng con người thường ít cố gắng khi đứng trước các lựa chọn không loại trừ lẫn nhau.²³ Một hành vi thường thấy ở các bữa tiệc buffet là dùng thử nhiều món ăn khác nhau (nếu không muốn nói là tất cả). Việc chỉ ăn một hoặc hai món ăn tạo nên rủi ro là ăn phải món bạn không thích hoặc bỏ sót món ăn ưa thích. Những hành vi tương tự như vậy được phát hiện bởi Itamar Simonson, tác giả tìm thấy rằng những người mua sắm thường lựa chọn nhiều mặt hàng (chẳng hạn như các loại sữa chua khác nhau) khi họ phải mua nhiều sản phẩm để tiêu dùng trong tương lai so với trường hợp họ mua một loại sản phẩm chỉ ngay trước mỗi quyết định chi tiêu.²⁴

Simonson kết luận rằng có những yếu tố nhất định tác động đến các hành vi như trên. Đầu tiên, nhiều người ưa thích sự đa dạng và mới mẻ.²⁵ Sở thích này được thể hiện rõ hơn khi mua nhiều mặt hàng. Thứ hai, những sở thích trong tương lai bao hàm sự không chắc chắn. “Bây giờ tôi có thể thích hơn sữa chua vị mâm xôi hơn sữa chua dâu nhưng tôi không biết sẽ thích loại nào trong tuần tới?” Việc mua nhiều mặt hàng khác nhau nhằm giảm thiểu rủi ro trong trường hợp trên cũng giống như việc nhà đầu tư giải ngân vào nhiều chứng khoán khác nhau nhằm giảm thiểu rủi ro trong danh mục được đa dạng hóa. Một lý do cuối cùng cho việc tìm

kiểm sự đa dạng là làm cho sự lựa chọn của bạn trở nên đơn giản hơn, do đó tiết kiệm thời gian và hạn chế mâu thuẫn trong quyết định.

KHÔNG THÍCH SỰ THAY ĐỔI VÀ HIỆU ỨNG COI TRỌNG TÀI SẢN SỞ HỮU

Việc thích giữ nguyên tình trạng hiện tại cũng xuất phát từ việc tìm kiếm cảm giác an tâm. Con người chống lại sự thay đổi, lo sợ sẽ hối tiếc nếu bước đi chủ động tiếp theo làm thay đổi tình trạng hiện tại. Do đó, họ có khuynh hướng tiếp tục nắm giữ cái mà họ đang có, tức là coi trọng những gì mình sở hữu (endowment).²⁶ Trong Chương 3, chúng ta đã thảo luận về lệch lạc không thích sự thay đổi (status quo bias) hay hiệu ứng coi trọng hàng hóa sở hữu (endowment effect) là một biểu hiện của tâm lý sợ thua lỗ trong bối cảnh phi rủi ro. Lệch lạc không thích sự thay đổi cũng được đề cập ở đây như một dạng tự nghiệm: “giữ chặt lấy cái mà bạn có nếu bạn không có lý do mạnh mẽ nào để làm khác đi”.

Trong Chương 3 chúng ta đã trình bày ví dụ về những người tham gia thí nghiệm miễn cưỡng khi phải từ bỏ những chiếc cốc được tặng. Ở đây, chúng ta có một ví dụ về quyết định phân bổ danh mục của những người tham gia thí nghiệm. Những người tham gia được đề nghị phân bổ số tiền mà họ vừa mới được thừa kế vào bốn lựa chọn đầu tư sau: a. cổ phiếu XYZ với rủi ro trung bình; b. cổ phiếu ABC với rủi ro cao; c. Tín phiếu kho bạc (T-bill) và d. trái phiếu đô thị.²⁷ Kết quả phân bổ trung bình như sau: a. 32%; b. 18%; c. 18%; d. 32%. Ngoài tình huống cơ bản trên, có bốn thử nghiệm bổ sung được thực hiện, ở đó một trong bốn cơ hội đầu tư (thay vì tiền) sẽ được để lại cho những người tham gia. Họ có thể giữ nguyên tiền ở cơ hội đầu tư này hoặc chuyển nguồn tiền đó sang một trong ba cơ hội đầu tư kia mà không tốn chi phí. Việc cơ hội đầu tư nào được chọn để lại đầu tiên không thành vấn đề bởi vì đây luôn là lựa chọn phổ biến nhất. Con người cảm thấy an tâm nhất với tình trạng hiện tại mặc dù họ không phải từ bỏ bất cứ điều gì khi lựa chọn.

TỰ NGHIỆM VÀ CÁC LỆCH LẠC, LÝ THUYẾT TRIỂN VỌNG VÀ CẢM XÚC

Trong phần trước, chúng ta đã đề cập rằng lệch lạc không thích sự thay đổi cũng có thể được xem như một hàm ý của lý thuyết triển vọng hoặc một tự nghiệm có tiềm năng lệch lạc. Trước đó, chúng ta cũng đã kết luận rằng thái độ e ngại sự mơ hồ bao gồm một thành phần cảm xúc rõ rệt.

Trong thực tế, có thể nói rằng tất cả tự nghiệm trong phần này ở một mức độ nào đó là bắt nguồn từ sự tìm kiếm cảm giác thoải mái. Thực sự, quan điểm ở đây cho rằng sự phân biệt giữa lý thuyết triển vọng, tự nghiệm cùng các lách laced, và cảm xúc đôi khi không rõ ràng.

5.4 TÌNH HUỐNG ĐIỂN HÌNH VÀ CÁC LỆCH LẠC LIÊN QUAN

Trong một loạt bài báo, Amos Tversky và Daniel Kahneman xác định rằng có ba loại tự nghiệm gồm: tình huống điển hình (representativeness), sự sẵn có (availability) và neo quyết định (anchoring) - có thể dẫn tới sự chênh hướng cá nhân. Tình huống điển hình và họ hàng gần của nó, sự sẵn có, là chủ đề của phần này, còn neo quyết định sẽ được thảo luận ở phần tiếp theo. Nhiều nghiên cứu ban đầu về các loại tự nghiệm và lách laced này đã được tóm tắt trong chương mở đầu của cuốn sách “Sự đánh giá trong bối cảnh không chắc chắn: Tự nghiệm và các lách laced”²⁸. Mặc dù các loại tự nghiệm này thường cung cấp những câu trả lời hợp lý nhưng đôi khi chúng cũng bị áp dụng sai. Kết quả thường thấy là sai lầm trong đánh giá xác suất: nghĩ rằng một sự kiện nào đó có nhiều (hoặc ít) khả năng hơn so với thực tế dựa trên hiểu biết đúng đắn về tình huống.

Thực sự, nhiều quyết định tài chính là dựa trên đánh giá xác suất. Có bao nhiêu khả năng một công ty sẽ tiếp tục công bố lợi nhuận tăng? Xác suất lãi suất tăng thêm 100 điểm cơ bản trong quý tới là bao nhiêu? Có chắc việc nghiên cứu và phát triển hiện nay của công ty sẽ thu được kết quả? Và những câu hỏi tương tự như vậy. Vấn đề là nhiều người gặp phải rất nhiều khó khăn để có thể hiểu được xác suất.

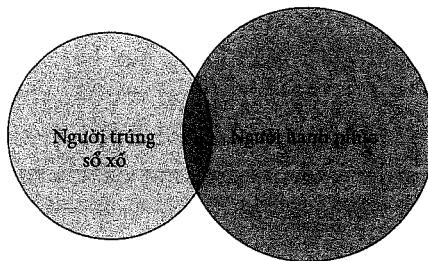
ẢO TƯỞNG LIÊN KẾT

Một ví dụ về những người gặp khó khăn với xác suất là khi họ không phân biệt được sự khác nhau giữa xác suất đơn lẻ (xác suất của A) và xác suất kết hợp (xác suất của cả A và B). Ví dụ, con người thường cảm thấy xác suất họ sẽ trúng xổ số và hạnh phúc trong ngày tiếp theo cao hơn xác suất chỉ trúng xổ số. Tất nhiên, điều ngược lại là đúng vì họ có thể bị chẩn đoán ung thư vào ngày sau khi trúng xổ số.

Dễ dàng chỉ ra rằng quan điểm như trên là sai lầm. Giả sử rằng A là biến cố trúng xổ số và B là biến cố cảm thấy hạnh phúc. Xác suất tương ứng được ký hiệu là $pr(A)$ và $pr(B)$. Hình 5.3 sử dụng sơ đồ Venn quen

thuộc để biểu diễn xác suất của một người vừa trúng xổ số vừa hạnh phúc tại một thời điểm, nghĩa là $pr(A \cap B)$, phải nhỏ hơn $pr(A)$ trừ khi tất cả người trúng xổ số đều hạnh phúc. Sai lầm này đã chứng minh cho **ảo tưởng liên kết (conjunction fallacy)**.

Hình 5.3 Sơ đồ Venn của các sự kiện người vừa trúng xổ số và người hạnh phúc



Ảo tưởng này là một biểu hiện của tình huống điển hình. Trong **tự nghiệm tình huống điển hình (representativeness heuristic)**, “xác suất được đánh giá bởi mức độ A đại diện cho B, nghĩa là mức độ tương đồng của A so với B. Ví dụ, khi A có tính đại diện cao cho B, thì xác suất A bắt nguồn từ B được đánh giá ở mức cao. Ngược lại, nếu A không giống B thì xác suất A bắt nguồn từ B được đánh giá thấp”.²⁹ B có thể là một nhóm và A có thể là một biến số phụ thuộc vào nhóm đó, hoặc một phần tử trong nhóm đó, hoặc là một tập hợp con của nhóm đó. Ngược lại, B có thể là một hệ thống nguyên nhân và A là kết quả hoặc nhận thức có được từ hệ thống đó.³⁰ Trong trường hợp mua xổ số, hình ảnh mỉm cười của người chiến thắng và sự thất vọng của người thua cuộc (kết quả) dường như có tính đại diện cao cho một nhóm người chơi xổ số (người thắng và người thua cuộc) hơn là một người nào đó (không có mô tả cụ thể) vừa chiến thắng, vì vậy có vẻ người chiến thắng hạnh phúc thì khả năng cao hơn là người chỉ chiến thắng.

PHỐT LỜ XÁC SUẤT CƠ SỞ

Một biến thể khác của tình huống điển hình là **phớt lờ xác suất cơ sở (base rate neglect)**. Để minh họa, những người tham gia được cho xem một bản tóm tắt lý lịch cá nhân, được cho là của một nhóm chuyên gia gồm các kỹ sư và luật sư.³¹ Trong một thí nghiệm, những người tham gia được cho biết rằng nhóm này gồm 70% kỹ sư và 30% luật sư, trong khi một nhóm khác được cho biết là có 30% kỹ sư và 70% luật sư. Rõ ràng khi không có thông tin cụ thể, bạn có thể thấy rằng có xác suất 70% lựa chọn

ngẫu nhiên được một kỹ sư/luật sư nếu nghề nghiệp này chiếm đa số và những người tham gia đều có thể nhận ra được điều này. Bây giờ xem xét bản tóm tắt sau:

Dick là người đàn ông 30 tuổi. Anh ta kết hôn nhưng chưa có con. Anh là người có năng lực cao và có nhiều động lực. Anh ta hứa hẹn sẽ khá thành đạt trong công việc. Anh được các đồng nghiệp yêu mến.

Bản tóm tắt này được cho là mô tả một cách trung lập để không đẩy những người tham gia theo hướng này hay hướng kia. Thực sự, những người tham gia thí nghiệm đã nhận xét bản tóm tắt này một cách trung lập, khoảng 50% người cho rằng Dick là luật sư và 50% người cho rằng anh là kỹ sư. Vấn đề ở đây là điều này đã xảy ra, bất kể họ có được thông tin trước rằng có 70% người trong mẫu quan sát là kỹ sư hoặc 70% người trong mẫu quan sát là luật sư hay không. Nói cách khác, những người tham gia thí nghiệm đã lờ đi xác suất cơ sở, do đó thuật ngữ được sử dụng là phớt lờ xác suất cơ sở. Xét về tình huống điển hình, mô tả này có vẻ đại diện cho quá trình ngẫu nhiên (50/50), vì thế chúng ta tin rằng đây thực sự là một quá trình lờ đi xác suất biết trước.

Ví dụ về mẫu luật sư/kỹ sư là rất tốt, trong đó xác suất cơ sở bị lờ đi. Phổ biến hơn là xác suất này cũng được quan tâm nhưng chưa đầy đủ. Tại điểm này, sẽ hữu ích khi chuyển sang chủ đề khác và tìm hiểu lý thuyết xác suất cho chúng ta biết gì về việc sử dụng tối ưu thông tin mẫu và thông tin tiên nghiệm.

QUY TẮC BAYES Trong **Quy tắc của Bayes**, mối tương quan hữu ích cho phép chúng ta đánh giá xác suất có điều kiện là:

5.1

$$pr(B/A) = pr(A/B) * [pr(B)/pr(A)]$$

Quy tắc Bayes cho phép tính xác suất một cách tối ưu dựa trên sự xuất hiện của thông tin mới. Khi đó, xác suất của biến cő B, phụ thuộc vào biến cő A bằng với xác suất xảy ra biến cő A, phụ thuộc vào biến cő B nhân với tỷ lệ giữa xác suất đơn của biến cő B và biến cő A.³²

Để minh họa, giả định rằng bạn có một phong vũ biểu dự báo thời tiết. Không nhìn vào bất kỳ yếu tố nào khác cũng như phong vũ biểu này (nghĩa là không nhận được thông tin mẫu), xác suất ngày mưa và xác suất ngày nắng (dựa trên tần suất quá khứ của thời điểm này trong năm) là như sau: $pr(\text{ngày mưa}) = 40\%$ và $pr(\text{ngày nắng}) = 60\%$. Giả định chúng ta cũng biết những xác suất sau:

5.2

$$pr(\text{dự đoán trời mưa} | \text{mưa}) = 90\%$$

5.3

$$pr(\text{dự đoán trời mưa} | \text{khô}) = 2.5\%$$

Nói cách khác, nếu thực tế là trời đã mưa, mưa đã được dự báo (bằng phong vũ biểu) xảy ra 90% và nếu thực tế là trời đã nắng, mưa được dự đoán là 2.5%. Trong khi đó dự đoán tốt nhất cho thời tiết ngày mai mà không xem phong vũ biểu là 40% trời sẽ mưa, xác suất cơ bản này được sê điều chỉnh như thế nào nếu chúng ta biết phong vũ biểu (mẫu) dự báo là trời sẽ mưa? Để dàng nhận thấy rằng phong vũ biểu dự báo xác suất trời mưa là 37.5%.³³ Về mặt trực giác, nếu phong vũ biểu dự báo trời mưa thì có xác suất cao trời sẽ mưa. Để làm rõ, chúng ta sử dụng quy tắc của Bayes:

5.4

$$\begin{aligned} pr(\text{mưa} | \text{dự báo trời mưa}) &= pr(\text{dự báo trời mưa} | \text{mưa}) * [pr(\text{mưa}) \\ &/ pr(\text{dự báo trời mưa})] = 0.9 * (0.4 / 0.375) = 0.96 \end{aligned}$$

Điều này để nói lên rằng, nếu chúng ta biết phong vũ biểu dự báo trời mưa thì xác suất 96% trời sẽ mưa so với xác suất 40% khi chúng ta không có phong vũ biểu.

HÌNH TƯỢNG GHI ĐIỂM LIÊN TỤC Chúng ta hãy xem một ví dụ về thể thao. Một nhân vật hư cấu John Cash là một cầu thủ bóng rổ hạng trung của đội NBA. Hơn một năm qua, tỷ lệ thành công của anh là 40% khi thực hiện những cú ném bóng từ sàn. Mặc dù vậy, tối nay anh ta đã chơi rất hay khi thực hiện thành công 80% cú ném bóng (8 trong 10 lần). Trận đấu đang đi đến hồi gay cấn. Đội bóng của John bị dẫn một điểm và chỉ còn đủ thời gian cho một cú ném bóng. Liệu đội bóng của anh sẽ cố gắng chuyên bóng cho John hay cho Freddie Munny, một cầu thủ mà tối nay chỉ thực hiện thành công 3/10 cú ném bóng nhưng lại là người có thành tích ném bóng tốt nhất đội vào năm ngoái với tỷ lệ 60%? Nói cách khác, chúng ta nên trông cậy vào **hiện tượng ghi điểm liên tục (hot hand)**, hay chỉ cần tin vào thành tích quá khứ vốn chỉ bị tác động rất nhỏ bởi trận đấu đang diễn ra. Lúc này, chúng ta có thể cho rằng tỷ lệ ném bóng thành công trong quá khứ là một xác suất cơ sở. Mặc dù chúng ta không thể loại bỏ hoàn toàn khả năng thành tích đêm nay chính là sự khởi đầu cho một tương lai thành công của John hay một tương lai ảm đạm của Freddie, nhưng sẽ hợp lý hơn khi nghĩ rằng những gì đang xảy ra trong trận đấu đêm nay chỉ là một hiện tượng nhất thời hoặc không có tác động lâu dài. Giá định hợp lý nhất ở thời điểm hiện nay là phong độ của

John vẫn được duy trì nhưng trong một thời gian ngắn (tức là cho đến cú ném bóng cuối cùng của trận đấu).

Gọi B là xác suất mà John sẽ ném trúng bóng trong lần ném tiếp theo. Xác suất không điều kiện theo thành tích trong quá khứ của John là 40%. Gọi A là biến cố mà John đã ném trúng 8/10 lần trong 10 lần ném bóng đêm nay. Dựa vào thống kê trong quá khứ, xác suất có được thành tích tốt như đêm nay chỉ là 4%. Chúng ta cũng cần biết xác suất mà John ném trúng 80% trong 10 lần ném gần nhất làm điều kiện cho lần ném tiếp theo. Giả sử theo thống kê quá khứ, xác suất này chỉ là 6%. Vậy giờ chúng ta tính xác suất mà John có khả năng thành công trong lần ném bóng cuối cùng của đêm nay:

$$\begin{aligned} & pr(\text{thực hiện thành công} \mid \text{đã thực hiện thành công 8 lần}) = \\ \boxed{5.5} \quad & pr(\text{thành công}) * [pr(\text{thực hiện thành công 8 lần} \mid \text{thực hiện thành công}) / pr(\text{thực hiện thành công 8 lần})] = 0.4 * (0.06 / 0.04) = 0.6 \end{aligned}$$

Thực tế, theo các con số giả định ở trên, John vẫn là một tay ném bóng đang ghi điểm liên tục. Có thể tính toán xác suất tương tự như trên cho bất cứ thành viên nào trong đội bóng (có thể là một vài cầu thủ trong quá khứ không thể hiện xu hướng liên tục ghi điểm hoặc ngược lại). Sau đó chúng ta có thể biết được nên chuyển bóng cho ai để có xác suất thành công cao nhất dựa trên thành tích gần đây của họ.

Có phải xác suất cơ sở bị định thấp giống như ở trên? Điều này hàm ý một quan điểm cho rằng John có xác suất cao hơn 60% sẽ thực hiện thành công cú ném bóng. Trong khi dựa trên những con số được giả định cho thấy John đang là cầu thủ có phong độ tốt nhất, nhưng có thể là quá lạc quan để nói về những cơ hội của John.

Mặc dù chúng ta đã “chế biến” số liệu để tìm ra cầu thủ có phong độ tốt nhất hiện tại nhưng liệu trong thực tế mọi người suy nghĩ như thế nào. Thomas Gilovich, Robert Vallone và Amos Tversky đã giải quyết vấn đề này bằng cách thu thập dữ liệu thực tế trong các trận thi đấu bóng rổ và quan điểm của mọi người về dữ liệu đó.³⁴ Theo đó, nhóm tác giả đã thu thập dữ liệu từ 76 cầu thủ Philadelphia trong mùa giải 1980-1981. Đầu tiên, nhóm tác giả điều tra quan điểm của những khán giả hâm mộ về các cầu thủ thường có hiện tượng ghi điểm liên tục (hoặc ngược lại): 91% người trả lời trong cuộc phỏng vấn đã cho rằng một cầu thủ “có xác suất thành công cao hơn nếu vừa thực hiện thành công hai hoặc ba lần ném gần nhất so với cầu thủ vừa ném hụt hai hoặc ba lần ném gần nhất”.

Bảng 5.1 cho thấy bằng chứng không ủng hộ quan điểm này. Nếu có, đảo ngược lại quan điểm trên có vẻ đúng hơn (phù hợp với ảo tưởng của người chơi được thảo luận ngay sau đây). Tính trung bình, một đội bóng thực hiện thành công 52% trong tổng số các cú ném từ sàn. Sau khi có ba cú ném hụt, xác suất thành công của một cầu thủ thường cao hơn (56%), trong khi sau ba lần ném thành công, xác suất thực hiện thành công lần ném tiếp theo thường thấp hơn (46%). Trong một trường hợp, sự khác biệt này là rất rõ ràng: Darryl Dawkins, cầu thủ ném bóng tốt nhất của đội (với xác suất không điều kiện là 62%) có xác suất thành công cao hơn (88%) sau một loạt cú ném bóng thất bại hơn là sau khi có một loạt cú ném bóng thành công (51%). Bên cạnh đó, bảng 5.1 cũng thể hiện hệ số tương quan, cho biết mức độ thành công của cú ném tiếp theo so với các cú ném bóng thành công trước đó. Ngoại trừ một cầu thủ, còn lại tất cả đều có hệ số tương quan âm. Đối với Daryl Dawkins, hệ số tương quan âm là lớn nhất và có ý nghĩa thống kê. Những phát hiện trên cho thấy hiện tượng ghi điểm liên tục là một ảo giác trong bóng rổ (ít nhất là đối với đội bóng tại thời điểm này).

Bảng 5.1 Xác suất ném trúng bóng phụ thuộc vào việc ném bóng thành công trước đó của 76 cầu thủ Philadelphia trong mùa giải 1980-1981

Người chơi	$pr(\text{thành công}/\text{thất bại 3 lần})$	$pr(\text{thành công})$	$pr(\text{thành công}/\text{thành công 3 lần})$	Tương quan
C.Richardson	50%	50%	48%	-0.020
J. Erving	52%	52%	48%	0.160
L. hollins	50%	46%	32%	-0.004
M. Cheeks	77%	56%	59%	-0.038
C. Jones	50%	47%	27%	-0.016
A. Toney	52%	46%	34%	-0.083
B. Jones	61%	54%	53%	-0.049
S. Mix	70%	52%	36%	-0.015
D. Dawkins	88%	62%	51%	-0.142
Trung bình	56%	52%	46%	-0.039

Nguồn: Gilovich, T., R., R. Vallone, và A.Tversky, 1985, "The hot hand in basket ball: On the misperception of random sequences", *Cognitive Psychology* 17, 592 – 596.

Những lý do nào giải thích được rằng điều ngược lại có nhiều khả năng đúng hơn trong tình huống này? Một số lý do như sau. Sau khi thực hiện thành công, một cầu thủ sẽ trở nên tự mãn và thử những cú ném có xác suất trúng thấp hơn. Hơn nữa, hàng thủ của đối phương sẽ chủ ý nhiều hơn đến cầu thủ đang có phong độ tốt. Ngược lại, một cầu thủ có khuynh hướng ưa tiên các cú ném có xác suất thành công cao hơn sau khi đã có một loạt các cú ném bóng tồi. Ngoài ra, nhóm nghiên cứu tìm thấy bằng chứng trái ngược với suy nghĩ thông thường của nhiều người. Nhóm tác giả phát hiện thấy rằng một chuỗi ngẫu nhiên, trong mắt nhiều người, lại giống như một chuỗi liên tục, trong khi một chuỗi liên tục lại được xem là ngẫu nhiên.

ẢO TƯỢNG CON BẠC SO VỚI HIỆN TƯỢNG GHI ĐIỂM LIÊN TỤC

Mặc dù niềm tin vào hiện tượng ghi điểm liên tục cho rằng phân phối có điều kiện sẽ giống như mẫu, nhưng đôi khi nhiều người lại có suy nghĩ ngược lại - cho rằng mẫu, mặc dù là nhỏ, sẽ giống như tổng thể, với ý nghĩa là những đặc điểm quan trọng sẽ giống nhau.³⁵ Tất nhiên, để hiểu được điều này, chúng ta cần phải biết khá rõ phân phối này trông như thế nào.

Để minh họa, giả định rằng có một vài người bạn đang chơi bài poker và Susan, vốn là một người đánh cược lớn, đang thắng. Những người bạn của cô ấy đang nghĩ gì? Nhiều người bạn của cô ấy nghĩ rằng cô ấy đang gặp thời. Mặc dù quan điểm như trên có thể hình dung một cách rõ ràng trong thể thao nhưng rất khó để cảm nhận trong bài bạc vì thực tế là, trừ khi Susan đang có những trò ma thuật trong sòng bài, khả năng cô ấy tiếp tục thắng trong thời gian còn lại của tối nay là 50/50 - điều này cũng tương tự cho những người bạn không may mắn của cô từ đầu buổi tối đến nay.³⁶

Những người bạn khác lại nghĩ rằng Susan có thể thua cuộc trong những ván tiếp theo vì cuối cùng, theo quan điểm của họ, số tiền thắng cũng phải trở về mức trung bình. Quan điểm sai lầm này được gọi là **ảo tưởng con bạc (gambler's fallacy)**. Những người có ảo tưởng này sẽ nhìn thấy cơ hội như một quá trình tự hiệu chỉnh. Họ cho rằng trong dài hạn Susan cũng có những ván thua giống như các ván thắng. Đây được gọi là luật số lớn. Sai lầm của họ là áp dụng luật này cho một mẫu nhỏ, nghĩa là sử dụng không chính xác “luật số nhỏ”.

Xem xét một thí nghiệm trong đó xuất hiện ảo tưởng con bạc.³⁷ Một nhóm người tham gia thí nghiệm được yêu cầu trả lời câu hỏi sau:

Trong một cuộc khảo sát tất cả gia đình có 6 người con trong một thành phố. Trong 72 gia đình có thứ tự nam và nữ chính xác như sau Nữ - Nam - Nữ - Nam - Nam - Nữ. Bạn dự báo số lượng gia đình được khảo sát có thứ tự nam nữ theo trật tự sau là bao nhiêu: Nam - Nữ - Nam - Nam - Nam - Nam?

Nếu người trả lời suy nghĩ một chút, rõ ràng bất cứ trật tự nào cũng có xác suất như nhau. Tuy nhiên, nhiều người trong thí nghiệm này đã cho rằng số lượng gia đình như trật tự thứ hai là ít hơn vì trật tự này trông không hề ngẫu nhiên.

ƯỚC LƯỢNG QUÁ CAO KHẢ NĂNG DỰ BÁO

Điều này có nghĩa rằng nhiều người có xu hướng tin rằng có nhiều khả năng dự báo hơn so với mức thông thường.³⁸ Ví dụ, khi các sinh viên được yêu cầu dự đoán điểm GPA trong trường đại học dựa trên khả năng hài hước (có thể không có thông tin), họ thường tin rằng có mối quan hệ cùng chiều. Hệ số tương quan trung bình cho tất cả những người trả lời là 0.7. Do đó dường như có một sự ưa thích mạnh mẽ đối với việc tìm kiếm khả năng dự báo thậm chí khi nó không chắc chắn hiện diện, có lẽ vì an tâm khi nghĩ rằng chúng ta có thể kiểm soát được. Thật khó để chúng ta chấp nhận rằng có một số vấn đề vốn dĩ không thể dự báo được.

Về mặt trực giác, một người có thể đưa ra dự báo về một số biến số bằng cách tính bình quân trọng số của trung bình tổng thể và giá trị từ dữ liệu đang có. Ví dụ, nếu GPA bình quân của một tổng thể thích hợp là 3.0 và bạn tin rằng sự hài hước không cung cấp thêm thông tin, bạn sẽ dự báo GPA là 3.0 bất kể khả năng hài hước của người đó. Ngược lại, nếu bạn tin rằng có một mối tương quan dương hợp lý giữa một nhân tố đầu vào và độ lớn được dự báo, bạn càng tin vào độ nhạy cảm của GPA đối với biến số đầu vào này (và mối tương quan dương càng lớn), bạn sẽ càng chú ý nhiều hơn vào mẫu quan sát. Ngược lại, bạn càng tin là mẫu không có thông tin thì bạn càng di chuyển gần về giá trị trung bình.

Dẫu vậy, có trường hợp người ta thường ước lượng quá thấp hiện tượng hồi quy về giá trị trung bình (regression to the mean) thực sự, điều này cũng tương đương với việc phóng đại khả năng dự báo. Trong một ví dụ khác về GPA, những người tham gia trả lời cuộc điều tra

được yêu cầu dự đoán về GPA ở bậc đại học từ số liệu GPA ở bậc phổ thông của những người vào đại học.³⁹ Số liệu GPA bình quân ở bậc phổ thông là 3.44 (với độ lệch chuẩn là 0.36), trong khi GPA đạt được ở bậc đại học là 3.08 (với độ lệch chuẩn là 0.4). Hai sinh viên đại diện được chọn ra nhằm mục đích minh họa: Một sinh viên có điểm GPA ở bậc phổ thông là 2.2 và một sinh viên khác có điểm GPA ở bậc phổ thông là 3.8. Những người tham gia cuộc điều tra được đề nghị dự đoán GPA ở bậc đại học cho những sinh viên này. Một lần nữa, phương pháp rõ ràng được sử dụng là kết hợp các dữ liệu mẫu và tổng thể. Đối với người có mức điểm thấp hơn, điều này có nghĩa là GPA ở bậc đại học dự báo sẽ thấp hơn 3.08, và thấp hơn nhiều nếu chúng ta tin rằng một sinh viên có điểm GPA thấp ở bậc phổ thông là đại diện của một sinh viên kém. Mức trung bình của những người tham gia trả lời là 2.03. Thực tế, một sinh viên dạng này có điểm GPA ở bậc đại học là 2.7.⁴⁰ Hiện tượng hồi quy về giá trị trung bình xuất hiện vì điểm GPA ở bậc phổ thông cao không phải là một chỉ báo hoàn hảo cho thành tích ở bậc đại học. Loại bỏ tính ngẫu nhiên, nhiều sinh viên rõ ràng có thể thay đổi thói quen học tập của họ và những sinh viên yếu có động lực học tập chăm chỉ để vươn lên ở trường đại học.

Cuối cùng, lưu ý rằng khuynh hướng ước lượng thấp hiện tượng hồi quy về giá trị trung bình cũng giống như vấn đề đánh giá thấp xác suất cơ sở mà chúng ta đã thảo luận. Lý do cho cả hai trường hợp trên là dữ liệu mẫu được sử dụng với tỷ trọng cao hơn so với tổng thể hoặc phân phôi.

SỰ SẴN CÓ, TỨC THÌ VÀ NỐI TRỘI

Như đã biết từ phần thảo luận trước, dữ liệu mẫu thường được xem trọng quá mức so với các tham số của tổng thể. Khuynh hướng này xuất hiện khi dữ liệu dễ dàng được thu thập và xử lý, nghĩa là, dữ liệu là “có sẵn”. Nhất là khi những sự kiện đang được nghi vấn xảy ra gần đây và gây nhiều chú ý.

Theo **tự nghiệm sẵn có (availability heuristics)**, những sự kiện dễ dàng gợi lại trong trí óc thì được cho là dễ xuất hiện. Mặc dù tần suất xuất hiện và sự gợi nhớ dễ dàng có tương quan với nhau nhưng thực tế là sự gợi nhớ có thể bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố khác. Bạn có thể nghĩ ra được nhiều từ bắt đầu bằng chữ k hơn hay có chữ k ở vị trí thứ ba hơn? Giả định rằng vì dễ dàng nghĩ ra những từ bắt đầu bằng chữ k hơn so với những từ có chữ k nằm ở vị trí thứ ba, nên nhiều người tin rằng có nhiều

từ bắt đầu bằng chữ này hơn. Thực tế, bằng chứng thực nghiệm cho thấy điều này là đúng, mặc dù sự thật là có khá ít từ bắt đầu bằng chữ k. Nhiều ví dụ kiểu như trên đã được ghi nhận, trong đó sự săn có của dữ liệu đã ảnh hưởng đến việc đánh giá xác suất.⁴¹

Một ví dụ khác dựa trên những đánh giá vị kỷ (egocentric). Trong một nghiên cứu về các cặp vợ chồng, cả hai được hỏi về mức độ (phần trăm) đóng góp của họ vào những công việc lặt vặt chung trong gia đình (chẳng hạn như đi chợ hoặc lau nhà). 16 trong số 20 công việc được hỏi, phần trăm tổng hợp lớn hơn 100% (ví dụ, vợ cho rằng mình đóng góp 60% và chồng cũng cho rằng mình đóng góp 60% vào công việc đó), kết quả này có ý nghĩa thống kê cao. Các cặp vợ chồng cũng được đề nghị nhớ lại hành vi có liên quan của chính bản thân mình và của người kia (ví dụ, vợ hoặc chồng đi chợ ngày hôm qua). Không ngạc nhiên khi con người có khuynh hướng nhớ lại những hành vi của chính họ tốt hơn vì thật dễ để nhớ lại những gì mà chúng ta đã làm. Ngoài ra, con người càng có khuynh hướng nhớ lại hành động của chính mình hơn là nhớ lại hành vi của người bạn đời thì sự ước lượng quá mức về trách nhiệm càng cao.⁴²

Có hai yếu tố tạo nên sự săn có. Khi một điều gì đó xảy ra gần đây, việc gọi nó nhớ đến nó nhiều khả năng sẽ dễ dàng hơn.⁴³ Thuật ngữ được sử dụng ở đây là **lệch lạc tức thì** (*recency bias*). Những thảo luận của chúng ta trước đây về hiệu ứng ban đầu và hiệu ứng tức thì sẽ hữu ích: nhớ lại rằng, khi các sự kiện có ngăn cách tạm thời, sự kiện xuất hiện cuối cùng là dễ nhớ nhất.⁴⁴

Sự nổi trội cũng có tác động đến sự săn có (ở đây là thuật ngữ **lệch lạc nổi trội – salience bias**). Quan sát một vụ tai nạn máy bay vừa mới xảy ra. Sự kiện xuất hiện trên tất cả các phương tiện truyền thông này gây chấn động và dễ dàng mường tượng ra vụ việc kinh hoàng đó – đây chính là sự nổi trội. Kết quả lan truyền trên các phương tiện truyền thông của sự kiện này là việc một số người, ít nhất là tạm thời, theo bản năng sẽ ước lượng quá mức về xác suất tái diễn sự việc tương tự và khiến họ né tránh đi lại bằng máy bay. Một nghiên cứu khác tìm hiểu sự nổi trội trong lĩnh vực xã hội.⁴⁵ Khi những người tham gia được xem các nhóm tương tác với nhau trong một môi trường công việc giả định, trong đó chỉ có duy nhất một người phụ nữ (hoặc một người da đen) trong một nhóm 6 người, hành động của họ (cả tích cực lẫn tiêu cực) được người xem nhớ rõ hơn so với khi có hai hoặc nhiều người cùng giới (hoặc cùng màu da) trong một nhóm. Bên cạnh đó, những đánh giá trong bối cảnh đơn độc cũng trở nên

quá mức (nghĩa là người được chú ý được đánh giá đã làm rất tốt hoặc rất tệ thay vì hơi tốt hoặc hơi tệ).

5.5 NEO QUYẾT ĐỊNH

Trong một số trường hợp, nhiều người thực hiện việc ước lượng bắt đầu từ một giá trị ban đầu và điều chỉnh nó để tạo nên ước lượng cuối cùng. Thông thường, sự điều chỉnh này là không đầy đủ. Giá trị ban đầu thường xuất hiện tự nhiên từ cách trình bày vấn đề. Để minh họa, quan sát nhanh kết quả của phép tính sau:⁴⁶

$$1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$$

Không cần tính toán rõ ràng, ước tính của bạn cho đáp số cuối cùng là bao nhiêu? Hầu hết mọi người sẽ nhận một ít con số đầu tiên trong chuỗi trước khi đưa ra kết quả cuối cùng. Giá trị trung vị của các câu trả lời trong thí nghiệm này là 512 - so với đáp án đúng là 40,320.

Tình huống được thay đổi bằng cách đảo ngược dãy số như sau:

$$8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$$

Trong trường hợp này, giá trị trung vị của các câu trả lời là 2,250. Việc sử dụng kết quả nhân các con số đầu tiên làm neo (anchor) – không tính đến chiều dài của dãy số – vẫn đưa đến việc điều chỉnh không đầy đủ.

Ngạc nhiên hơn, nhiều người có thể **neo (anchor)** vào những con số không liên quan xuất hiện trong bối cảnh của câu hỏi. Trong một ví dụ minh họa cho vấn đề trên, một bánh xe với các con số từ 1 đến 100 được quay tròn.⁴⁷ Những người tham gia cuộc điều tra được hỏi xem tỷ lệ các quốc gia Châu Phi nằm trong Liên hợp quốc là cao hơn hay thấp hơn so với các con số xuất hiện từ bánh xe. Những nhà làm thí nghiệm hứng thú hơn với câu hỏi thứ hai, đó là: tỷ lệ các quốc gia Châu Phi nằm trong Liên hợp quốc là bao nhiêu? Tất nhiên, tỷ lệ này hoàn toàn không liên quan đến kết quả của vòng quay bánh xe, nhưng ảnh hưởng của nó vẫn rất rõ ràng. Giá trị trung vị của các câu trả lời là 25 đối với những người nhìn thấy con số 10 từ vòng quay, trong khi giá trị trung vị của các câu trả lời là 45 đối với những người nhìn thấy con số 65 từ vòng quay. Do đó, mốc neo có thể xuất hiện với những con số hoàn toàn vô nghĩa.

Đôi khi một số mốc neo tự xuất hiện. Trong một thí nghiệm, những người tham gia được yêu cầu ước lượng bốn mức độ.⁴⁸ Trong hai trường hợp, mốc neo được tạo ra chính bởi các nhà làm thí nghiệm (ví dụ, chiều

dài thông thường của cá voi, với 69 feet là mốc neo); trong hai trường hợp khác, mốc neo là một kiến trúc phổ thông. Một ví dụ của mốc neo trong trường hợp hai như sau “Khi nào người Châu Âu thứ hai đặt chân lên Tây Ấn?” Vì hầu hết mọi người đều biết rằng Columbus là người Châu Âu đầu tiên đặt chân đến Tây Ấn (West Indies) vào năm 1492 (37 trong 50 người tham gia thí nghiệm biết được điều này) nên tự nhiên họ bắt đầu từ con số 1492 và điều chỉnh tăng lên. Thú vị là, mặc dù chúng ta đã thấy tác động của những mốc neo không phù hợp, nhưng khi được phỏng vấn sau này, có 64%-89% người nói rằng họ đã sử dụng mốc neo hợp lý trong phỏng đoán của mình, nhưng chỉ có 12%-14% cho là họ làm như vậy trong trường hợp mốc neo không hợp lý.

ĐIỀU GÌ GIẢI THÍCH CHO VIỆC NEO QUYẾT ĐỊNH?

Mặc dù các nghiên cứu trước đây sử dụng các mốc neo liên quan cho thấy nhiều người bắt đầu bằng một giá trị cột mốc và điều chỉnh nó theo một hướng nhất định, nhưng đây không phải là toàn bộ câu chuyện. Có hai quan điểm giải thích tại sao những điều chỉnh này thường không đầy đủ, trong đó quan điểm đầu tiên giải thích tốt nhất cho các mốc neo có liên quan và quan điểm thứ hai giải thích tốt nhất cho các mốc neo không liên quan.⁴⁹ Một quan điểm dựa trên sự không chắc chắn về giá trị đúng. Chính vì sự không chắc chắn này nên người ra quyết định điều chỉnh câu trả lời lệch khỏi giá trị mốc neo cho đến khi họ có được một vùng giá trị hợp lý. Họ càng không chắc chắn về giá trị đúng thì vùng giá trị hợp lý càng lớn, và do đó sự điều chỉnh càng trở nên thiếu chính xác hơn.

Một cách giải thích khác tập trung vào lý do thiếu nỗ lực nhận thức hay sự lười biếng nhận thức. Mặc dù tập trung vào mốc neo thì dễ, thì việc di chuyển ra xa khỏi mốc neo là cả một sự nỗ lực, nên đây là lý do nhiều người thường dừng sự điều chỉnh quá sớm. Nó cũng cho thấy các mốc neo không liên quan có thể gây ra bất kỳ tác động nào. Một giải thích khả dĩ cho điều này là các mốc neo vốn có trong bối cảnh của vấn đề đóng vai trò là một đề xuất mang tính ý thức hoặc tiềm thức, dẫn đến thông tin được lưu trữ phù hợp với mốc neo dễ hình thành. Bằng cách này, trí nhớ được “gợi ý” hoặc các tìm kiếm bên ngoài bị lệch lạc.

NEO QUYẾT ĐỊNH SO VỚI TÍNH ĐẠI DIỆN

Neo quyết định và một biến thể của tình huống điển hình - việc định thấp xác suất cơ sở - có thể có mâu thuẫn. Tình huống điển hình nói rằng con

người bị ảnh hưởng quá mạnh bởi thông tin mẫu (đặc biệt là các thông tin gần nhất), trong khi đó, mốc neo có thể khiến cho nhiều người không quan tâm nhiều đến dữ liệu mẫu.

Tình huống giả định sau có thể dung hòa mâu thuẫn trên. Nó liên quan đến quan điểm cho rằng con người là “ngắm lệch - coarsely calibrated”, nghĩa là, họ chỉ nhìn mọi vật dưới màu đen hoặc màu trắng, chứ không nhìn vào trạng thái màu xám. Giả định bạn đang dự định đưa gia đình đi dã ngoại. Bạn nghe dự báo trên đài và các nhà khí tượng dự báo một ngày nắng ráo. Thực sự, trời đã bắt đầu tắt nắng khi bạn đến công viên. Một vài đám mây đen bắt đầu xuất hiện. Vì bạn vẫn neo vào quan điểm trước đây nên bạn đứng đứng với những đám mây đó, xem chúng chỉ là sự khác thường nhất thời. Mây đen kéo đến ngày càng nhiều. Bạn vẫn tiếp tục phớt lờ chúng và tự nói với bản thân rằng, “chắc chắn nó sẽ tan và rồi trời lại nắng đẹp trở lại”. Bây giờ trời càng một tối hơn. Lúc này bạn đột ngột thay đổi và tin rằng: “Chắc chắn trời sẽ mưa và chúng ta nên quay trở về nhà trước khi bị ướt”.

Thực tế còn phức tạp hơn. Khi ngày mới bắt đầu, không bao giờ chắc chắn được đó sẽ là một ngày nắng. Thực tế, nếu bạn nghe dự báo thời tiết trong thời gian gần đây, các nhà khí tượng học báo rằng trời có thể sẽ nắng, với P.O.P bằng 20%. Tuy nhiên, vì bạn đang là “ngắm lệch” nên bạn chỉ nghe “trời nắng”. Lúc này, trong suy nghĩ của bạn xác suất trời mưa là bằng 0%. Bạn bám lấy suy nghĩ này mà lờ đi những bằng chứng gia tăng cho thấy trời có thể mưa. (Lưu ý rằng thậm chí ngay cả khi cơ quan khí tượng cập nhật những thông tin mới). Khi trời trở nên đen kịt mà bạn không thể phớt lờ, bạn chuyển hẳn sang tin rằng 100% trời sẽ mưa. Nhưng tất nhiên những đám mây đen ấy có thể tan. Có lẽ xác suất mưa thực là 80%. Thay vì đi thẳng về nhà, bạn có thể ở gần chiếc xe để phòng khi trời đổ mưa bất chợt hoặc để chờ khi những đám mây đen tan đi bạn có thể tiếp tục dã ngoại.

5.6 SỰ BẤT HỢP LÝ VÀ THÍCH NGHI

Nhiều thảo luận trước đây bắt nguồn từ truyền thống “tự nghiệm và lệch lạc” dường như làm sáng tỏ những tình huống ở đó tự nghiệm khiến nhiều người có suy nghĩ lệch lạc và ở đó xảy ra việc đánh giá sai xác suất. Một số người cho rằng không phải tự nghiệm là sai lầm mà là một quan điểm cụ thể của họ.

CÁC TỰ NGHIỆM NHANH CHÓNG VÀ ÍT TỐN KÉM

Gerd Gigerenzer và các nhà nghiên cứu cùng tư tưởng đã đưa ra thuật ngữ “**tự nghiệm nhanh chóng và ít tốn kém – fast and frugal heuristics**”, cho rằng mục đích của tự nghiệm là nhằm tối thiểu hóa thời gian, kiến thức và sự tính toán nhằm tạo nên các lựa chọn thích nghi trong thế giới thực.⁵⁰ Phương pháp này trong tâm lý được gọi là sự hợp lý bị giới hạn (hoặc **sự hợp lý có chừng mực – bounded rationality**), và được phát triển bởi Herbert Simon, cho rằng không hợp lý khi tin rằng con người có thể xử lý những vấn đề tối ưu hóa phức tạp như các mô hình kinh tế truyền thống giả định.⁵¹ Thay vào đó, con người “thỏa mãn” với những gì tốt nhất có thể trong hoàn cảnh của mình. Suy nghĩ của chúng ta đã tiến hóa và bây giờ chúng ta sở hữu nhiều bí quyết (hoặc tự nghiệm) để chúng ta có thể đưa ra quyết định hợp lý vừa đủ.

Những nghiên cứu về chương trình “nhanh và ít tốn kém” nhấn mạnh khái niệm “tính hợp lý sinh thái – ecological rationality” yêu cầu các tự nghiệm phù hợp với môi trường, và “các công cụ thích nghi”, trong đó người ta quyết định hợp lý cố gắng khai thác đúng các công cụ và đúng lúc. Hơn nữa họ cũng chống lại quan điểm cho rằng các mô hình đầy đủ thông tin phức tạp thì tốt hơn tự nghiệm nhanh và ít tốn kém, vốn có thể chỉ sử dụng một hoặc hai thông tin nổi bật. Thực không may, các mô hình đầy đủ thông tin phức tạp thường “khớp quá mức” (overfit) khi xem tất cả các dữ liệu là thông tin thay vì một phần trong đó là nhiễu.⁵² Ngược lại, tự nghiệm nhanh và ít tốn kém đã được cải tiến bằng cách tiến về không trong quá trình “che khuất các áp lực – swamping forces”. Nhóm tác giả nghiên cứu cũng đã chỉ trích thực tế rằng tự nghiệm và lệch lạc nhấn mạnh vào sai lầm tính toán xác suất. Nhưng liệu điều này có thực sự là vấn đề nếu những người có sai số xác suất tiến dần đến các quyết định hợp lý dựa trên các hạn chế trong hoàn cảnh của họ?

PHẢN ỨNG TRƯỚC NHỮNG CHỈ TRÍCH

Thomas Gilovich và Griffin trong bài giới thiệu về cuốn sách *Tự nghiệm và lệch lạc: Tâm lý trong đánh giá trực giác* đã đưa các tự nghiệm và lệch lạc vào bối cảnh lịch sử và phản ứng với các chỉ trích.⁵³ Họ cho rằng đôi khi nhiều người đã hiểu sai những vấn đề nghiên cứu của họ khi kết hợp các tự nghiệm với tính bất hợp lý và “những suy nghĩ lười biếng (lazy) và lơ đãng (inattentive mind)”. Thay vào đó, các tự nghiệm vốn tách rời với tính bất hợp lý: chúng thường dựa vào những quá trình cơ sở phức tạp, và

là những phản ứng trực giác thông thường đối với những câu hỏi về xác suất. Mặc dù vậy, hai tác giả trên đã thừa nhận rằng những vấn đề của tự nghiệm và lệch lạc chỉ ra những trường hợp mà tự nghiệm dẫn đến lệch lạc hệ thống thường là do chúng được sử dụng bên ngoài vùng tự nhiên của chúng. Có một quan điểm mang tính quy tắc đối với điều này với tư cách là một nỗ lực nghiên cứu, sẽ được trình bày ở Chương 18, phù hợp với “giảm thiểu lệch lạc - debiasing”. Hơn nữa, họ kết luận ngược lại với quan điểm cho rằng tự nghiệm có thể tối ưu hóa với lý do là chúng được cải tiến qua nhiều năm bởi các lực tiến hóa.⁵⁴

5.7 GIỚI THIỆU CÁC CHƯƠNG TIẾP THEO TỰ NGHIỆM, LỆCH LẠC VÀ VIỆC RA QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH

Trong những chương sau, chúng ta sẽ tiếp tục thảo luận lại các tự nghiệm và lệch lạc đã được trình bày từ trước tới nay, giải thích chúng tác động như thế nào việc ra các quyết định tài chính. Trong Chương 8, chúng ta sẽ bàn luận về các nhà đầu tư và những người tham gia khác trên thị trường. Trong Chương 13 sẽ thảo luận về một số hành vi giúp giải thích những bất thường. Trong Chương 16, mục tiêu của chúng ta là nghiên cứu về các quyết định của những nhà quản lý doanh nghiệp. Và trong Chương 17, trọng tâm của chúng ta là các quyết định trong bối cảnh hữu trí.

Nói sơ qua về lệch lạc quen thuộc, sự quen thuộc được cho sẽ dẫn đến sự đầu tư quá mức vào các chứng khoán địa phương và nội địa. Khuynh hướng ước lượng quá mức khả năng dự báo có thể ủng hộ cho quan điểm sai lầm rằng “những công ty tốt là những cơ hội đầu tư tốt”. Một khi những quan điểm (dù sai lầm hoặc hợp lý) được hình thành, mốc neo này có thể khiến cho nhiều người bám vào chúng rất lâu.

Ước lượng quá thấp sự hồi quy về giá trị trung bình có thể là nguyên nhân gây ra việc ngoại suy tăng trưởng thu nhập quá khứ cho tương lai quá xa. Sự sẵn có khiến các nhà đầu tư tập trung vào những chứng khoán có nhiều tin tức. Sự tức thì khiến cho họ mua những cổ phiếu nóng mặc dù không có nhiều bằng chứng cho thấy đây là một quyết định sáng suốt. Khuynh hướng rõ ràng của các nhà quản trị doanh nghiệp khi sử dụng những tiêu chuẩn hoạch định ngân sách vốn chưa tối ưu có thể liên tưởng đến cái gọi là đơn giản hóa tiến trình. Trong bối cảnh các chương trình hữu trí, tự nghiệm đa dạng hóa, khi được sử dụng để lựa chọn các quỹ, có thể dẫn đến quyết định phân bổ tài sản sai lầm. Lệch lạc nguyên trạng

cũng có hại vì nó có thể khiến nhà đầu tư bị kẹt vào những công ty có nguy cơ vỡ nợ. Quá tải thông tin cũng hữu ích khi giải thích tỷ lệ tham gia thấp vào các quỹ hưu trí.

NHỮNG SAI LẦM DO TỰ NGHIỆM GÂY RA CÓ THỂ ĐƯỢC LOẠI BỎ?

Những sai lầm gây ra bởi tự nghiệm có thể được loại bỏ hoặc có thể đưa đến các kết quả của thị trường như thế nào? Nói cách khác, có phải giá sai vì sai lầm mang tính hệ thống của nhà đầu tư? Tất nhiên, đây là chủ đề chính được bàn luận ở chương cuối. Điều mà chương hiện tại bổ sung vào là khái niệm về sai lầm của nhà đầu tư gây ra bởi việc sử dụng các tự nghiệm. Nếu nhiều nhà đầu tư sử dụng cùng một tự nghiệm tại cùng một thời điểm, đây có thể là nguyên nhân của sai lầm mang tính hệ thống.

Trong Chương 13, chúng ta thảo luận các lệch lạc ở mức độ cá nhân có thể đưa đến các kết quả thị trường như thế nào. Như thảo luận ở Chương 4, hai bất thường chính là quán tính giá và sự đảo ngược. Một mô hình nổi tiếng đã tìm cách giải thích những hiện tượng này sử dụng sự phớt lờ xác suất cơ sở và mốc neo.⁵⁵ Một vấn đề hóc búa khác ở mức độ thị trường là phần bù vốn cổ phần, phát hiện thấy rằng những chứng khoán có mức lợi nhuận trong quá khứ so với trái phiếu vẫn cao hơn nhiều so với mức độ rủi ro. Một giải thích được đề xuất là tâm lý e ngại sự mơ hồ, tức vấn đề ở đây là do đầu tư chứng khoán không chỉ dựa vào rủi ro mà còn cả sự không chắc chắn trong phân phối thực của tỷ suất sinh lợi chứng khoán.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Nhận thức đôi lúc bóp méo thông tin đang có. Trí nhớ có thể tự hình thành và thay đổi hình thái theo cảm xúc con người. Hiệu ứng ban đầu và tức thì có thể dẫn đến tầm quan trọng của chuỗi.
2. Quá tải thông tin và sự chú ý bị hạn chế cần phải sử dụng đến các tự nghiệm hoặc những phương pháp tắt để đưa ra quyết định. Một số tự nghiệm là tự trị và phản thân (loại 1) trong khi một số tự nghiệm khác mang tính nhận thức và thảo luận (loại 2).
3. Một số tự nghiệm ảnh hưởng đến sự ưa thích thông qua quá trình tìm kiếm cảm giác an tâm. Những ví dụ là sự quen thuộc, e ngại sự mơ hồ, đa dạng hóa, và niềm tin và không thích sự thay đổi.

4. Tình huống điển hình, ở đó xác suất được đánh giá bởi mức độ A giống B, là một trong những tự nghiệm quan trọng nhất và đã được chứng minh.
5. Thông thường tình huống điển hình sẽ tạo nên khuynh hướng lờ đi xác suất cơ sở và nhấn mạnh quá mức vào dữ liệu mẫu.
6. Quy tắc của Bayes cho phép cập nhật một cách tối ưu xác suất tiền nghiệm khi thông tin mẫu xuất hiện.
7. Lờ đi xác suất cơ sở và nhấn mạnh quá mức vào dữ liệu mẫu tương tự như việc tin rằng tổng thể cũng giống như mẫu. Đôi khi người ta cũng tin rằng mẫu phải giống như tổng thể. Quan điểm đầu ứng với trường hợp ghi điểm liên tục trong thể thao và quan điểm sau ứng với ảo tưởng con bạc trong sòng bài.
8. Sự săn có và những yếu tố tương tự như tức thời và nổi trội khiến nhiều người ước lượng quá mức xác suất xảy ra một sự kiện.
9. Khi không chắc chắn, con người thường neo vào những dữ liệu có sẵn và điều chỉnh quan điểm của họ một cách chậm chạp. Neo quyết định thậm chí có thể xuất hiện ngay cả khi mốc neo đó rõ ràng không quan trọng.
10. Một kết luận cho rằng con người ngầm lèch: họ chỉ nhìn thấy màu đen và màu trắng và rất khó khăn để nhìn thấy vùng xám. Điều này dẫn đến mốc neo và sự bảo thủ khi điều chỉnh quan điểm ban đầu, theo sau là tình huống điển hình.
11. Gigerenzer và những nhà nghiên cứu cùng tư tưởng đã chỉ trích về cách tiếp cận “tự nghiệm và lèch lạc”, nhấn mạnh rằng tự nghiệm “nhanh và ít tốn kém” nói chung thực hiện chức năng của chúng khá thành công.
12. Một quan điểm phản đối là tuy các tự nghiệm được cải tiến bởi các lực tiến hóa, cũng có một giai đoạn điều chỉnh trong đó các tự nghiệm, khi hoạt động bên ngoài vùng tự nhiên của chúng sẽ dẫn tới lèch lạc.

CÂU HỎI THẢO LUẬN

1. Phân biệt các thuật ngữ/khai niệm sau:
 - a. Hiệu ứng ban đầu và hiệu ứng tức thì.
 - b. Sự nổi trội và sự săn có.
- c. Tự nghiệm nhanh chóng và ít tốn kém và tự nghiệm gây ra lèch lạc.
- d. Tự nghiệm tự trị và tự nghiệm mang tính nhận thức.

2. Mô tả nào về Mary có xác suất cao hơn?
 - a. Mary thích chơi tennis.
 - b. Mary thích chơi tennis và trong suốt mùa hè, trung bình cô ấy chơi tennis mỗi tuần một lần.

Giải thích câu trả lời của bạn: Xác định ảo tưởng liên kết. Chúng được áp dụng như thế nào? Để minh họa, giả định rằng xác suất mà một người thích chơi tennis là 0.2 và xác suất mà một người chơi tennis ít nhất một lần mỗi tuần trong mùa hè là 0.1; và xác suất của một trong những điều này là 0.22

3. Rex là một nghiên cứu sinh giỏi. Anh đạt được 80% điểm A trong khóa học. Tuy nhiên, anh ta thích có nhiều thời gian

nhàn rỗi và chỉ học trong nửa thời gian của khóa học để vượt qua kỳ thi cuối kỳ. Tuy nhiên, khi anh ấy học, anh ấy gần như chắc chắn (xác suất 95%) có được điểm A. Giả định rằng anh có được điểm A, xác suất Rex đã học là bao nhiêu? Nếu một người ước lượng xác suất trên là cao hơn 75%, điều này có sai? Hãy giải thích.

4. Tại sao hai người đã chứng kiến cùng một sự kiện tháng trước chắc chắn sẽ mô tả khác nhau vào ngày hôm nay?
5. Ảo tưởng con bạc và ảo tưởng hội tụ so với tình huống điển hình như thế nào. Hãy đưa ra một ví dụ trong thể thao. Giải thích sự khác nhau đó?

CHỦ ĐỀ

1. Phần này (và hai phần tiếp theo về trí nhớ và hiệu ứng cách trình bày) dựa trên Plous, S., 1993, *The Psychology of Judgment and Decision-making* (McGraw-Hill, New York).
2. Bruner, J. S., và L. J. Postman, 1949, "On the perception of incongruity: A paradigm", *Journal of Personality* 18, 206-223.
3. Hastorf, A. H., và H. Cantril, 1954, "They saw a game: A case study", *Journal of Abnormal and*

- Social Psychology* 49, 129-134.
4. Frenkel, O. J., và A. N. Doob, 1976, "Post-decision dissonance at the polling booth", *Canadian Journal of Behavioural Science* 8, 347-350.
 5. Loft, E. F., 2003, "Make-believe memories", *American Psychologist* 58, 867-873.
 6. Xem Thomas, D. L., và E. Diener, 1990, "Memory accuracy in the recall of emotions", *Journal of Personality and Social Psychology* 59, 291-297.

7. Hawkins, S. A., và R. Hastie, 1990, "Hindsight: Biased judgments of past events after the outcomes are known", *Psychological Bulletin* 107, 311-327.
8. Coren, S., và J. Miller, 1974, "Size contrast as a function of figural similarity", *Perception and Psychophysics* 16, 355-357.
9. Hình 5.1 là một tình huống điển hình nổi tiếng được gọi là ảo tưởng Muller-Lyer.
10. Miller, N., và D. T. Campbell, 1959, "Recency and primacy in persuasion as a function of the timing of speeches and measurements", *Journal of Abnormal and Social Psychology* 59, 1-9.
11. Landy, D., và H. Sigall, 1974, "Beauty is talent: Task evaluation as a function of the performer's physical attractiveness", *Journal of Personality and Social Psychology* 29, 299-304.
12. Đây là lý do tại sao một vài giáo sư chấp nhận cơ chế chấm điểm trong đó tên của sinh viên được giấu cho đến khi điểm được công bố.
13. Reber, R., và N. Schwarz, 1999, "Effects of perceptual fluency on judgments of truth", *Consciousness and Cognition* 8, 338-342.
14. Iyengar, S. S., và M. Lepper, 2000, "When choice is demotivating: Can one desire too much of a good thing?", *Journal of Personality and Social Psychology* 76, 995-1006.
15. Xem Gilovich, T., D. Griffin, và D. Kahneman, 2002, "Heuristics and Biases: Then and now", trong T. Gilovich, D. Griffin, và D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.).
16. Như trên
17. Xem xét sự tương đồng của một con dao sử dụng trong quân đội của Thụy Sĩ với những công cụ đa dạng của nó. Nó cung cấp một bộ công cụ có thể giải quyết nhiều vấn đề. Khi chúng ta đương đầu với một vấn đề mới, không quen thuộc, chúng ta có thể sử dụng một công cụ tiện tay có sẵn nhưng lại không phù hợp. Chúng ta đang làm điều tốt nhất với những gì mà mình có. Nếu qua thời gian, chúng ta cần có công cụ tốt hơn thì chúng ta có thể phát minh ra nó, nhưng trong ngắn hạn thì có thể chúng ta phải làm điều nên làm. Trong suốt thời gian này, việc chúng ta sử dụng công cụ không phù hợp có thể dẫn đến những quyết định dưới mức tối ưu.
18. Heath, C., và A. Tversky, 1991, "Preference and belief:

- Ambiguity and competence in choice under uncertainty”, *Journal of Risk and Uncertainty* 4, 5-28.
19. Trong ví dụ này, người trả lời cho rằng mức độ tin cậy trung bình (trên tất cả các câu hỏi) là 60%. Với một câu hỏi được lựa chọn ngẫu nhiên, 60% là là ước đoán tốt nhất về xác suất sẽ đúng một câu hỏi bất kỳ nào đó. Chương tiếp theo sẽ đề cập đến tâm lý quá tự tin, là xu hướng cho rằng mình biết nhiều hơn so với thực tế. Sự quá tự tin đưa đến kết quả là tỷ lệ đúng thấp hơn 60%.
20. Dĩ nhiên nếu một người đã biết trước, sẽ bình thường khi “chơi” trò này bằng cách phỏng đại sự chắc chắn và rồi chấp nhận đặt cược ngẫu nhiên.
21. Ellsberg, D., 1961, “Risk, ambiguity ad the Savage axioms”, *Quarterly Journal of Economics* 75, 643-669.
22. Thực sự thì David Hirshleifer, trong bài tổng quan có ảnh hưởng lớn của ông về tài chính hành vi, đã đưa tâm lý e ngại sự mơ hồ vào phần cảm xúc. Xem Hirshlifer, D., 2001, “Investor psychology and asset pricing”, *Journal of Finance* 56, 1533-1597. Xem Peters, E., và P. Slovic, 1996, “The role of affect and world-views as orienting dispositions in the perception and acceptance of nuclear war”, *Journal of Applied Social Psychology* 26, 1427-1453.
23. Trong trường hợp tương tự, khi các lựa chọn là loại trừ lẫn nhau, quan điểm thường là “né tránh những bất thường”.
24. Simonson, I., 1990, “The effect of purchase quantity and timing on variety-seeking behovior”, *Journal of Marketing Research* 27, 150-162.
25. Điều này có liên quan đến việc tìm kiếm cảm giác, một phần là tìm kiếm cảm giác mới lạ. Xem Grinblatt, M., và M. Keloharju, 2006, “Sensation seeking, overconfidence and trading activity”, Working paper.
26. Kahneman, D., J. L. Knetsch, và R. H. Thaler, 1991, “The endowment effectc, loss aversion, and status quo bias”, *Journal of Economic Perspectives* 5 (no.1), 193-206.
27. Samuelson, W., và R. Zeckhauser, 1988, “Status quo bias in decision making”, *Journal of Risk and Uncertainty* 1, 7-59.
28. Kahneman, D., P. Slovic, và A. Tversky, eds., 1982, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.). Chương giới thiệu được viết lại từ Tversky, A., và D. Kahneman, 1974, “Judgment

- under uncertainty: Heuristics and biases”, *Science* 185, 1124-1131.
29. Như trên.
30. Tversky, A., và D. Kahneman, 1982, “Judgments of and by representativeness”, trong D. Kahneman, P. Slovic, và A. Tversky, eds., *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.)
31. Kahneman, D., và A. Tversky, 1973, “On the psychology of prediction”, *Psychological Review* 80, 237-251.
32. Nếu sắp xếp lại, chúng ta có $pr(B|A)=pr(B)*[pr(A|B)/pr(A)]$, nghĩa là cách thức tối ưu để điều chỉnh xác suất của B, dựa trên thực tế đã biết A, là phải nhân xác suất này với $[pr(A|B)/pr(A)]$.
33. Lưu ý rằng phong vũ biểu có một khoảng vô định: 5% số lần nó không dự đoán trời mưa cũng như trời nắng.
34. Gilovich, T. R., R. Vallone, và A. Tversky, 1985, “The hot hand in basketball: On the misperception of random sequences”, *Cognitive Psychology* 17, 592-596.
35. Nhìn chung, con người thường như không hiểu tầm quan trọng của kích thước mẫu. Xem Kahneman, D., và A. Tversky, 1972, “Subjective probability: A judgment of representativeness”, *Cognitive Psychology* 3, 430-454.
36. Cách Susan chơi bài như thế nào là một vấn đề khác.
37. Kahneman, D., và A. Tversky, 1972, “Subjective probability: A judgment of representativeness”, *Cognitive Psychology* 3, 430-454.
38. Kahneman, D., và A. Tversky, 1973, “On the psychology of prediction”, *Psychological Review* 80, 237-251.
39. Shefrin, H., 2000, *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing* (Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts).
40. Trong trường hợp một sinh viên giỏi hơn thì khoảng cách này ít hơn: dự đoán là 3.46 và thực tế là 3.30.
41. Tversky, A., và D. Kahneman, 1973, “Availability: A heuristic for judging frequency and probability”, *Cognitive Psychology* 4, 207-232.
42. Ross, M., và F. Sicoly, 1979, “Egocentric biases in availability and attribution”, *Journal of Personality and Social Psychology* 37, 322-336.
43. Kahneman, D., và A. Tversky, 1973, “On the psychology of prediction”, *Psychological Review* 80, 237-251.

44. Xem Miller, N., và D. T. Campbell, 1959, "Recency and primacy in persuasion as a function of the timing of speeches and measurements", *Journal of Abnormal and Social Psychology* 59, 1-9.
45. Taylor, S. E., 1982, "The availability bias in social perception and interaction", trong D. Kahneman, P. Slovic, và A. Tversky, eds., *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.).
46. Tversky, A., và D. Kahneman, 1974, "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases", *Science* 185, 1124-1131.
47. Như trên.
48. Epley, N., và T. Gilovich, 2001, "Putting adjustment back in the anchoring and adjustment heuristic", *Psychological Science* 12, 391-396.
49. Chapman, G. B., và E. J. Johnson, 2002, "Incorporating the irrelevant: Anchors in judgments of belief and value", trong T. Gilovich, D. Griffin, và D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.).
50. Gigerenzer, G., P. M. Todd, và ABC Research Group, eds., 1999, *Simple Heuristic That Make Us Smart* (Oxford University Press, Oxford, U.K.).
51. Simon, H. A., 1992, *Economics, Bounded Rationality, and the Cognitive Revolution* (Elgar, Aldershot Hants, England).
52. Gigerenzer, G., J. Czerlinski, và L. Martignon, 2002, "How good are fast and frugal heuristics?", trong T. Gilovich, D. Griffin, và D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.).
53. Gilovich, T., và D. Griffin, 2002, "Heuristics and biases: Then and now", trong *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.).
54. Xem Lo, A. W., 2003, "The adaptive markets hypothesis: Market efficiency from an evolutionary perspective", Working paper; và Lo, A. W., 2005, "Reconciling efficient markets with behavioral finance: The adaptive markets hypothesis", Working paper.
55. Barberis, N., A. Shleifer, và R. Vishny, 1998, "A model of investor sentiment", *Journal of Financial Economics* 49, 307-344.



6.1 GIỚI THIỆU

Tự tin quá mức (overconfidence) là khuynh hướng con người để cao kiến thức, khả năng, và tính chính xác trong thông tin của mình, hoặc lạc quan quá mức về tương lai và khả năng kiểm soát tình thế.¹ Các nhà nghiên cứu trong lĩnh vực tâm lý học đã chứng minh hầu hết mọi người quá tự tin trong phần lớn thời gian. Chương này sẽ khái quát một số kết quả quan trọng. Ở Chương 9 và 16, những nghiên cứu trong kinh tế tài chính cũng cung cấp nhiều bằng chứng cho thấy con người thường tự tin quá mức trong việc đưa ra các quyết định tài chính.

Tự tin quá mức có nhiều biểu hiện khác nhau. Chúng ta bắt đầu chương này bằng việc giải thích khái niệm “ước lượng sai - miscalibration”, tức là xu hướng tin rằng sự hiểu biết của bản thân chính xác hơn thực tế vốn có. Sau đó, mục 6.3 tiếp tục mô tả các dạng khác nhau của sự quá tự tin: hiệu ứng tốt hơn trung bình, ảo tưởng kiểm soát, và lạc quan quá mức. Chúng ta cũng sẽ nhận thấy khó phân biệt các dạng biểu hiện khác nhau của sự quá tự tin thậm chí khi chúng đang đo lường cùng một thứ, và một cá nhân vừa có thể là quá tự tin hoặc thiếu tự tin, tùy thuộc vào cuộc kiểm tra. Hơn nữa, những kiểm tra này đều dễ bị chỉ trích là bị tác động bởi cách trình bày. Trong mục 6.4, chúng ta sẽ thảo luận về những lệch lạc khác nhau hình thành nên sự quá tự tin và sự tồn tại dai dẳng của nó. Chúng ta kết thúc bằng việc thảo luận có phải tự tin quá mức là một điều xấu khó thay đổi hay không.

6.2 SỰ ƯỚC LƯỢNG SAI

ƯỚC LƯỢNG SAI LÀ GÌ?

Khi thiết lập nghiên cứu, tự tin quá mức có thể được đo lường bằng một số cách. Chúng ta bắt đầu với sự **ước lượng sai** (*miscalibration*).² Như đã đề cập trước đó, “ước lượng sai” là một khuynh hướng người ta phóng đại sự chính xác kiến thức của bản thân.³ Một kiểm tra sự ước lượng bản thân thường được thực hiện theo hình thức sau. Trong môi trường được kiểm soát, người tham gia được yêu cầu xây dựng một khoảng tin cậy 90% dựa trên mức độ hiểu biết của bản thân hiện tại (hoặc trước đây) về một số kiến thức (như độ cao của đỉnh Everest, hay biến động chỉ số Dow Jones trong một tháng). Theo cách thức này, những người được cho là ước lượng sai khi khoảng tin cậy của họ quá hẹp.

Nói đúng hơn, nếu một người được hỏi một số lượng lớn các câu hỏi với khoảng tin cậy $x\%$ – sai số thống kê mẫu sẽ được giảm thiểu nếu số câu hỏi đủ nhiều – thì việc ước lượng đúng ám chỉ rằng xấp xỉ $x\%$ các khoảng tin cậy của họ sẽ chứa câu trả lời chính xác cho các câu hỏi đó. Hoặc nếu ta tập trung vào một câu hỏi cụ thể nào đó, và đem nó đi hỏi nhiều người; khi đó, nếu xem mẫu đại diện cho tổng thể, thì $x\%$ số người được hỏi sẽ có khoảng tin cậy chứa câu trả lời đúng.

Tuy nhiên, thực tế cho ra các kết quả khác. Tỉ lệ số người đưa ra khoảng tin cậy chứa câu trả lời đúng thấp hơn $x\%$. Điều này cũng đúng ở cấp độ mỗi cá nhân. Nếu một người được hỏi một loạt những câu hỏi (sẽ được trình bày rõ trong “kiểm tra sự ước lượng” ở phần kế tiếp), thì tỷ lệ khoảng tin cậy chứa câu trả lời đúng thường thấp hơn đáng kể so với $x\%$. Tóm lại, những nghiên cứu về sự ước lượng chỉ ra rằng khoảng tin cậy mà các cá nhân đưa ra là quá hẹp, dẫn đến những câu trả lời đúng nằm trong khoảng tin cậy đó thường ít hơn so với mức độ chính xác hàm ý.

Kiểm tra sự ước lượng cũng được thực hiện dưới nhiều hình thức khác. Ví dụ như, đôi khi những người tham gia được hỏi một câu hỏi và được cung cấp danh sách các câu trả lời. Đó có thể đơn giản là lựa chọn đúng sai hoặc dạng nhiều lựa chọn. Tiếp đó, người tham gia được hỏi mức độ chắc chắn về sự chính xác câu trả lời của họ. Nếu ai đó trả lời rằng mức độ chắc chắn trung bình trong các câu trả lời của mình khoảng 70%, trong khi thực tế chỉ trả lời đúng khoảng 55% thì họ được cho là tự tin quá mức. Đôi khi, người ta khẳng định hoàn toàn chắc chắn về những câu trả lời của họ. Trong một nghiên cứu, những sự kiện mà các cá nhân

tin chắc sẽ xảy ra thực sự chỉ xảy ra với xác suất khoảng 80%, trong khi những sự kiện mà họ cho rằng không thể thì trên thực tế xảy ra với xác suất khoảng 20%.⁴

VÍ DỤ VỀ KIỂM TRA SỰ UỐC LƯỢNG

Phản này trình bày một nghiên cứu ghi nhận sự tự tin quá mức thông qua kiểm tra sự ước lượng. Marc Alpert và Howard Raiffa thực hiện khảo sát với 800 sinh viên đăng ký chương trình MBA của đại học Harvard trong khoảng thời gian 1968-1969.⁵ Cụ thể, những sinh viên này được hỏi ba câu để khám phá quan điểm và sở thích của họ, tiếp theo là 10 câu hỏi mà câu trả lời là những con số chưa biết. Trong 10 câu hỏi này, ba câu hỏi đầu thì dựa trên trung bình những câu trả lời từ 3 câu hỏi về ý kiến/ sở thích. Bảng 6.1 cung cấp cho chúng ta danh sách đầy đủ các câu hỏi cũng như đáp án chính xác. Chú ý rằng các câu hỏi trải rộng từ kiến thức về ý kiến và sở thích của người khác cho đến những thông tin thực tế mà ít người biết đến.

Với 10 câu hỏi khó biết đáp án, mỗi sinh viên được yêu cầu phải cung cấp 5 bách phân vị: 0.01, 0.25, 0.50, 0.75, và 0.99. Lưu ý rằng sự chênh lệch giữa phân vị 0.75 và 0.25 của một cá nhân vừa là khoảng phân vị vừa là khoảng tin cậy 50%. Điều này là hợp lý vì chúng ta kỳ vọng tỉ lệ đáp án chính xác rơi vào khoảng này là 50%. Tương tự như vậy, sự chênh lệch giữa phân vị 0.99 và 0.01 là khoảng tin cậy 98%, trùng với kỳ vọng tỉ lệ câu trả lời đúng rơi vào khoảng này là 98%.

Bảng 6.2 thống kê phân phối câu trả lời của sinh viên theo từng câu hỏi và các khoảng phân vị. Đầu tiên, chúng ta sẽ có 6 khoảng phân vị (PR), 2 khoảng mở và 4 khoảng đóng. Chúng ta ký hiệu những khoảng này như sau: PR1: dưới 0.01; PR2: giữa 0.01 và 0.25; PR3: giữa 0.25 và 0.50; PR4: giữa 0.50 và 0.75; PR5: giữa 0.75 và 0.99; và PR6: trên 0.99. Để rõ hơn, lấy ví dụ câu hỏi 6 (từ bảng 6.1). Sinh viên được hỏi về số lượng những “Bác sĩ ngoại khoa và Bác sĩ phẫu thuật” được liệt kê trong những trang vàng của danh bạ điện thoại cho Boston và vùng lân cận năm 1968. Đáp án chính xác (vào thời điểm đó) là 2,600. Giả sử một người có đáp án ứng với phân vị 0.25 và 0.50 lần lượt là 1,500 và 3,000. Bởi vì giá trị đúng nằm giữa hai giá trị phân vị trên nên người này sẽ được xếp vào khoảng PR3. Tỷ lệ những người thuộc khoảng này là 12%. Vì số người được xếp vào khoảng 1 - 3 (ước lượng quá cao câu trả lời) bằng với số người được xếp vào khoảng 4 - 6 (ước lượng quá thấp), kết luận được rút ra là trong

trường hợp câu hỏi trên thì không có sai lệch trong ước tính (phân vị thứ 50). Lưu ý là không phải tất cả các câu hỏi đều cho kết quả như trên, chẳng hạn như trong trường hợp câu hỏi số 4, nhiều người ước lượng quá cao, trong khi ở câu hỏi số 8, nhiều người lại ước lượng quá thấp.

Bảng 6.1 Những câu hỏi trong nghiên cứu của Alpert và Raiffa

Những câu hỏi về ý kiến và sở thích

- A. Bạn thích rượu Whisky ngô hay rượu Whisky của Scotchlen?
- B. Bạn có thích hoãn nghĩa vụ quân sự cho tất cả những sinh viên sau đại học khi còn học trong trường không phân biệt ngành học?
- C. Bạn có chấp nhận trò chơi 50-50 trong đó bạn có thể thua 50\$ hoặc thắng 100\$?

Với những câu hỏi định lượng không chắc chắn: Cung cấp các Giá trị giá trị tương ứng với các phân vị 0.01, 0.25, 0.50, 0.75, 0.99 ... đúng

- | | |
|---|-------|
| 1. Tỷ lệ những sinh viên năm đầu tiên thích rượu Whisky ngô hơn rượu Whisky của Scotchlen, trừ những sinh viên không bao giờ uống rượu. | 42.5 |
| 2. Tỷ lệ những sinh viên năm nhất thích hoãn nghĩa vụ quân sự cho tất cả sinh viên sau đại học khi còn học ở trường không phân biệt ngành học | 65.5 |
| 3. Tỷ lệ sinh viên năm đầu tiên chấp nhận trò chơi trong câu hỏi C ở trên | 55.2 |
| 4. Phần trăm những người tham gia cuộc khảo sát của tổ chức Gallup Poll vào tháng 7 năm 1968 (khảo sát một mẫu đại diện cho những người trưởng thành ở Mỹ) cảm thấy rằng nếu một cuộc chiến tranh diện rộng xảy ra ở Trung Đông thì Mỹ sẽ gửi quân đến giúp Israel. | 10.4 |
| 5. Phần trăm những người tham gia cuộc khảo sát của tổ chức Gallup Poll vào tháng 3 năm 1968 (khảo sát một mẫu đại diện những người trưởng thành ở Mỹ) cảm thấy rằng giáo viên những trường công nên được quyền tham gia các hiệp hội | 63.5 |
| 6. Số lượng những “Bác sĩ ngoại khoa và Bác sĩ phẫu thuật” được liệt kê trong những trang vàng của danh bạ điện thoại cho Boston và vùng lân cận năm 1968. | 2,600 |

7. Tổng số sinh viên hiện tại đang tham gia chương trình tiến sĩ của trường kinh doanh Harvard 235
8. Số lượng trứng (triệu quả) được sản xuất ở Mỹ năm 1965 64,588
9. Số lượng xe ô tô nước ngoài nhập khẩu vào Mỹ năm 1967 697 (nghìn chiếc)
10. Thuế thu được của kênh đào Panama trong năm tài chính 1967 (tính theo triệu dollars) 82.3

Nguồn: Alpert, M và H.Raiffa, 1982, "A progress report on training of Probability assessor", tại D.Kahnema, P.Slovic, and A. Tversky, Eds: *Judgment under uncertainty: Hueristics and biases* (Cambridge University Press, Cambridge UK).

Bảng 6.2 **Bảng phân bố câu trả lời của người tham gia theo câu hỏi và khoảng phân vị trong nghiên cứu của Alpert và Raiffa**

TT	Mục	PR1: < 0.01	PR2: 0.01- 0.25	PR3: 0.25- 0.5	PR4: 0.5- 0.75	PR5: 0.75- 0.99	PR6: > 0.99	Tổng
		< 0.01	0.25	0.5	0.75	0.99	0.99	
1	Rượu	3	16	20	40	11	10	100
2	NV QS	15	12	35	19	10	9	100
3	Cược	11	8	28	29	13	11	100
4	Trung đông	51	41	6	1	1	0	100
5	Hiệp hội	1	1	13	28	29	28	100
6	Bác sĩ	24	14	12	13	10	27	100
7	SV tốt nghiệp	1	3	11	9	15	61	100
8	Trứng	9	2	13	10	8	58	100
9	Xe	25	15	18	9	7	26	100
10	Thuế	18	8	8	12	16	38	100
Tổng		158	120	164	170	120	268	1,000
Kỳ vọng		10	240	250	250	240	10	1,000

Nguồn: Alpert, M và H.Raiffa, 1982, "A Progress report on training of Probability assessor", D.Kahnema, P.Slovic, and A. Tversky, Eds: *Judgment under uncertainty: Hueristics and biases* (Cambridge University Press, Cambridge UK).

Liên quan đến mục đích nghiên cứu, chúng ta tập trung vào các khoảng từ phân vị (PR3 và PR4) và các khoảng mở (PR1 và PR6). Một lần nữa, nếu ước lượng chính xác, 50% câu trả lời đúng sẽ nằm trong những khoảng từ phân vị này. Hàng cuối của bảng 6.2 chỉ ra tần suất kỳ vọng, hay số lần kỳ vọng câu trả lời đúng sẽ nằm trong một khoảng cụ thể (tính trên 1000 – vì có 10 câu hỏi, mỗi câu hỏi ở dạng tỷ lệ phần trăm). Hai cột giữa, mỗi cột kỳ vọng chứa 250 số câu trả lời đúng (nghĩa là 25% tổng số lần), và tổng cộng là 500 câu trả lời cho 10 khoảng từ phân vị ứng với 10 câu hỏi. Nhưng thực tế là chỉ có 334 câu trả lời đúng nằm trong khoảng này, thấp hơn nhiều so với kỳ vọng 500 câu. Như vậy, một kết luận được rút ra: đây là trường hợp quá tự tin ở mức độ vừa phải.

Một điều đáng lưu ý là tỷ lệ phần trăm câu trả lời rơi vào khoảng từ phân vị thì tùy thuộc vào từng câu hỏi cụ thể. Như từ câu 1 đến câu 3 thì hầu hết những câu trả lời đúng rơi vào khoảng 3 và khoảng 4, điều này cho thấy sự thiếu tự tin. Ở những câu khác, ít hơn một nửa số câu trả lời đúng rơi vào khoảng 3 và khoảng 4, biểu hiện của sự quá tự tin. Nói một cách khách quan, câu hỏi 1-3 là những câu hỏi đơn giản, bởi vì trước đó chúng đã được đặt ra cho chính những người tham gia, tạo cơ hội để họ ngẫm nghĩ, thậm chí là phỏng đoán những người khác sẽ trả lời như thế nào. Hơn nữa, ở mức độ nào đó, những dạng câu hỏi này đều liên quan đến trải nghiệm và quan điểm cá nhân. Ngược lại, những câu hỏi còn lại là những câu hỏi “khó” - đòi hỏi hiểu biết thực tế, và một số trường hợp hoàn toàn mơ hồ.

Lý do khiến việc quan sát này là quan trọng vì nó hàm ý rằng: tuy sự quá tự tin xuất hiện ở phần lớn các cá nhân trong phần lớn thời gian, nhưng không phải lúc nào họ cũng quá tự tin. Sự thiếu tự tin có xu hướng xuất hiện trong những tình huống chắc chắn. Sự thiếu tự tin thường xuất hiện khi gặp những câu hỏi dễ, trong khi câu hỏi khó thì ngược lại.⁶ Đây được gọi là **hiệu ứng khó – dễ (hard-easy effect)**. Điều đáng chú ý ở đây là có những bằng chứng cho thấy sự thiếu tự tin có thể nảy sinh khi độ mạnh của chứng cứ thì thấp mà độ tin cậy của nguồn thì cao.⁷ Lấy ví dụ, một bức thư giới thiệu có mức độ tích cực vừa phải từ một nguồn rất tin cậy có thể đưa đến sự thiếu tự tin về khả năng của ứng viên, ngược lại trong trường hợp thư tham chiếu có mức độ rất tích cực từ một nguồn đáng ngờ lại có khả năng dẫn đến tâm lý quá tự tin.

Trở lại với nghiên cứu của Alper và Raiffa, tập trung vào 2 khoảng ngoài cùng (khoảng 1 và khoảng 6), với một câu hỏi được đặt ra, xác suất

kỳ vọng câu trả lời đúng rơi vào 2 khoảng này khoảng 2% (1% của khoảng 1 và 1% của khoảng 6), nhưng chúng ta chứng kiến một bằng chứng rõ ràng về sự khó khăn khi ước lượng. Diễn hình như câu hỏi số 6 đã thảo luận ở trên, chúng ta cho rằng tính trung bình thì dường như không có lệch lạc ước lượng sai. Không may là, những người tham gia quá chắc chắn về quan điểm của họ, với 51% ($24 + 27$) câu trả lời nằm trong hai khoảng này, thay vì chỉ có 2% nếu ước lượng đúng. Trong tổng số 10 câu hỏi, tỷ lệ số câu trả lời nằm trong hai khoảng này vượt trội so với con số 2%. Mặc dù tỷ lệ này thấp hơn một chút cho những câu hỏi dễ (1 - 3), nhưng dù sao nó cũng phản ánh sự quá tự tin trong những khoảng này.

6.3 NHỮNG KHUYNH HƯỚNG KHÁC CỦA SỰ QUÁ TỰ TIN

Quá tự tin được biểu hiện theo nhiều hình thức khác nhau bên cạnh sự đánh giá sai về kiến thức. Nhiều người không thực tế khi có khuynh hướng nghĩ rằng khả năng và hiểu biết của họ trên mức trung bình. Ảo tưởng kiểm soát làm cho người ta tin rằng họ có khả năng kiểm soát tình huống tốt hơn những gì họ thực sự có thể. Lạc quan quá mức phản ánh cảm giác tin rằng mọi thứ tốt đẹp hơn so với phân tích khách quan chỉ ra.

HIỆU ỨNG TỐT HƠN TRUNG BÌNH

Một số nghiên cứu yêu cầu người tham gia đánh giá một số thuộc tính tích cực của bản thân họ khi so với mức trung bình, chẳng hạn như kỹ năng vận động, khả năng lái xe, và nhận thấy rằng các câu trả lời phù hợp với **hiệu ứng tốt hơn trung bình (better-than-average effect)**, rất nhiều trong số đó đánh giá khả năng của họ cao hơn mức trung bình. Nhưng dĩ nhiên, chỉ có 50% (hoặc ít hơn một chút) trong bất kỳ một nhóm nào đó là thực sự có năng lực cao hơn trung bình. Một nhà nghiên cứu khảo sát một mẫu sinh viên, kết quả cho thấy 82% sinh viên tự cho là mình thuộc nhóm 30% những người lái xe an toàn nhất.⁸

Một yếu tố làm cho người ta tin rằng khả năng của bản thân trên mức trung bình thường là do những định nghĩa chính xác về sự xuất sắc hay năng lực lại không rõ ràng.⁹ Theo lẽ tự nhiên, trong tâm trí, con người thường giữ những định nghĩa mà theo đó họ sẽ giỏi nhất. Lấy ví dụ về lái xe: Một vài người có thể cho rằng tốt nhất ở đây là có tay lái tốt nhất; người khác lại có thể nghĩ tốt nhất ở đây là năng lực lường trước nguy

hiếm, và lại có những người khác cho rằng tốt nhất ở đây là có kỹ năng tốt trong việc giảm và tăng tốc khi xe đang chạy trên xa lộ. Cả cơ chế nhận thức và cơ chế động viên đường như ẩn sau hiệu ứng tốt hơn trung bình. Ở khía cạnh động viên, việc tin rằng bạn lái “tốt hơn trung bình” làm gia tăng lòng tự trọng. Ở khía cạnh nhận thức, tiêu chí thành tích vốn dễ dàng in vào tâm trí thường là những gì mà bạn giỏi nhất.

ẢO TƯỞNG KIỂM SOÁT

Một biểu hiện khác của tự tin thái quá là **ảo tưởng kiểm soát** (*illusion of control*). Đó là khi con người nghĩ rằng: họ có khả năng kiểm soát tình huống hơn thực tế có thể. Lấy ví dụ như: một người thấy những người chơi xúc sắc hành động như thể là những người đó có thể kiểm soát được kết quả từ việc tung xúc sắc, và người ta thực sự tin rằng rủi ro truyền nhiễm một loại bệnh nào đó phụ thuộc một phần vào đặc điểm của người mà họ sẽ tiếp xúc.¹⁰

Trong một thí nghiệm, những sinh viên được tham gia một trò chơi.¹¹ Khi mỗi sinh viên lần lượt bước vào phòng, họ đối diện với một người khác, cũng tham gia vào cuộc chơi, nhưng người này thực chất đã được hướng dẫn để đóng vai một người “lanh lợi” hoặc “khờ khạo”. Nhà tổ chức xáo bài, đưa cho mỗi người một lá bài úp lại. Mỗi người được phép đặt cược (bí mật) tối đa 25 xu một vòng, khi lá bài của người cược lớn hơn đối thủ của mình. Rõ ràng đây là một trò chơi may rủi, không liên quan đến bất cứ một kỹ năng nào. Tuy nhiên, người chơi thực hiện những khoản cược lớn hơn (16.25 xu so với 11.04 xu) khi đối thủ của họ trông có vẻ “khờ khạo”. Có lẽ là cảm giác mà người tham gia luôn nghĩ mình hơn người khác đã làm họ suy nghĩ là họ có thể tác động đến kết quả.

LẠC QUAN QUÁ MỨC

Liên quan với ảo tưởng kiểm soát là **lạc quan quá mức** (*excessive optimism*). Có khá nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh sự tồn tại dạng biểu hiện này của tâm lý quá tự tin.¹² Lạc quan quá mức hiện diện khi con người đánh giá xác suất các kết quả thuận lợi/bất lợi quá cao/quá thấp so với kinh nghiệm quá khứ hoặc những phân tích suy luận. Những ví dụ về các sự kiện rất tích cực và rất tiêu cực là thắng xổ số hay chết vì ung thư.¹³ Ngoài ra, các sinh viên kỳ vọng họ nhận được điểm số cao hơn điểm họ thật sự có, và họ cũng đánh giá quá cao số lượng các cơ hội nghề

nghiệp so với thực sự họ có thể nhận được trong tương lai.¹⁴ Hay mặc dù tỷ lệ ly hôn ngày càng tăng, thì hầu hết các cặp vợ chồng mới cưới vẫn kỳ vọng về sự bền vững của cuộc hôn nhân.¹⁵

Có một dạng được gọi là **sai lầm trong việc lập kế hoạch (planning fallacy)**, là việc người ta thường nghĩ họ có thể hoàn thành kế hoạch vượt mức so với thực tế, và tất cả các chi phí phát sinh đều đã được tính đến. Trong thực tế, nhiều người trong chúng ta thường xuyên không đạt được các mục tiêu trong công việc. Và việc chi vượt kế hoạch luôn là vấn đề phổ biến đối với những dự án công cộng lớn. Điển hình như dự án rạp hát Opera Sydney, được kỳ vọng sẽ hoàn thành trong năm 1963 với chi phí khoảng 7 triệu USD. Thay vào đó, nó đã kéo dài thêm 10 năm và tiêu tốn một khoản 102 triệu USD.¹⁶

Thiếu thực tế thì không thể không tạo ra chi phí.¹⁷ Việc không thể đạt được mục tiêu có thể dẫn đến sự thất vọng, đánh mất lòng tự trọng, và giảm uy tín trong xã hội. Thời gian và tiền bạc cũng có thể bị lãng phí khi theo đuổi những mục tiêu phi thực tế. Lấy ví dụ về một người đăng ký vào một chương trình học mà theo đánh giá trung lập của người khác thì chương trình này vượt quá khả năng của anh ta. Nếu anh ta thất bại, một số lượng lớn thời gian và tiền bạc bỏ ra là hoàn toàn vô ích, và bởi vì quá thất vọng, anh ta có thể do dự khi theo đuổi các mục tiêu khác trong tương lai, trong khi những mục tiêu này thực sự lại nằm trong khả năng của anh ta.

QUÁ TỰ TIN VỚI NHIỀU BIỂU HIỆN TRONG MỘT TRƯỜNG HỢP

Lạc quan và ước lượng sai có thể dễ dàng xuất hiện đồng thời. Hãy tưởng tượng về việc bạn chơi bowling với bạn bè. Trong quy định thì có 10 pin để ném, với 300 điểm là cao nhất, và 200 điểm đối với người chơi thành thạo. Hôm nay bạn cảm thấy hăng hái và bạn dự đoán sẽ đạt được khoảng 225 điểm, với một khoảng tin cậy là 90% giữa 200 đến 250 điểm. Một năm qua, trung bình bạn đạt được 175 điểm, với 90% kết quả rơi vào khoảng chênh lệch 50 điểm (nghĩa là giữa 125 đến 225 điểm). Dựa trên kết quả trước đây thì bạn đang quá lạc quan (50 điểm). Hơn thế nữa, bạn còn mắc phải sự ước lượng sai, khoảng tin cậy của bạn chỉ bằng 50% so với mức đúng.

Mặc dù việc phân biệt giữa quá lạc quan và ước lượng sai trong ví dụ trên khá rõ ràng, nhưng trong thực tế thì không phải lúc nào cũng

dễ dàng phân biệt các biểu hiện khác nhau của sự quá tự tin. Trở lại với ví dụ về người tham gia một khóa học mà theo đánh giá trung lập của những người khác thì nó vượt quá khả năng của anh ta, trước đó chúng ta tranh luận rằng anh ta quá lạc quan. Có thể anh ta biết các giới hạn năng lực của mình, nhưng anh ta tự tin rằng lần này mình có thể vượt qua. Nói cách khác, anh ta có thể không biết khả năng thực sự của mình, và quy kết những thất bại trong quá khứ là do các yếu tố khác nằm ngoài tầm kiểm soát. Thực sự, vấn đề có thể lại là hiệu ứng tốt hơn trung bình, bởi vì anh ta thực sự tin rằng mình có đủ khả năng để hoàn thành tốt khóa học.

CÓ PHẢI CON NGƯỜI ĐỀU QUÁ TỰ TIN NHƯ NHAU?

Theo lẽ tự nhiên, con người có thể quá tự tin khi không chắc chắn về kiến thức tổng quan, nhưng những nghiên cứu cũng chỉ ra rằng con người thường hơi quá tự tin trong lĩnh vực chuyên môn của họ. Điều này tồn tại trong nhiều công việc: chuyên gia dự báo thị trường, ngân hàng đầu tư, người quản lý, luật sư và chuyên gia y tế.¹⁸ Vì vậy, tự tin thái quá cũng tác động đến các chuyên gia cũng như những người nghiệp dư.

Cũng có những bằng chứng cho thấy mức độ quá tự tin có thể là một hàm số của nhân khẩu học. Đáng tin cậy nhất là sự khác biệt trong mức độ quá tự tin giữa nam và nữ, với khuynh hướng nam giới thì quá tự tin hơn so với nữ giới.¹⁹ Thật thú vị, mức độ khác biệt này tùy thuộc vào mức độ quan trọng của nhiệm vụ mà họ được yêu cầu thực hiện, trong đó sự khác biệt sẽ lớn hơn với những nhiệm vụ được cho là công việc của phái mạnh.²⁰

Trong khi tất cả chúng ta thường nghĩ rằng giáo dục là hoàn toàn tốt, thì dường như nó cũng có nhược điểm riêng. Theo một nghiên cứu ở Canada: những người được giáo dục nhiều hơn không chỉ tự tin hơn người được giáo dục ít hơn về kiến thức đầu tư (điều này thì hoàn toàn tự nhiên), mà họ còn tự tin quá mức nhiều hơn, điều này có nghĩa là khoảng cách giữa nhận thức của họ và kiến thức thực sự thì có một khoảng cách xa hơn.²¹ Có lẽ con người nên học thuộc câu nói của nhà hiền triết Hi Lạp Socrates, người được vinh danh với câu nói “Ta không biết gì ngoại trừ sự thiếu hiểu biết của bản thân – I know nothing except the face of my ignorance”²²

CÓ PHẢI CON NGƯỜI LUÔN QUÁ TỰ TIN?

Sự thật là quá tự tin có một số biểu hiện, và việc có nhiều cách khác nhau để đo lường nó đặt ra các câu hỏi sau. Có phải những thước đo giống nhau sẽ đo được những khuynh hướng tâm lý giống nhau hay không? Con người có luôn quá tự tin không? Sự quá tự tin đã được đo lường có thực sự là một trạng thái tâm lý ổn định hay không?

Một cách lý tưởng, chúng ta có thể hi vọng rằng dù kết quả thực sự của những cuộc kiểm tra là gì, nếu anh ta thể hiện sự quá tự tin trong một cuộc kiểm tra này, anh ta cũng sẽ thể hiện sự quá tự tin trong một cuộc kiểm tra khác. Nhưng điều này không phải là tất yếu vì như đã được chỉ ra: con người nhiều lúc quá tự tin và nhiều lúc kém tự tin, tùy theo bài kiểm tra.²³

Nếu các thước đo sự quá tự tin của các cá nhân có tương quan với nhau – nói cách khác, một người có mức độ quá tự tin tương đối cao so với những người khác trong cùng một bài kiểm tra thì cũng có thể cho thấy điều tương tự trong một bài kiểm tra khác – điều này sẽ tốt. Nghiên cứu chỉ ra điều này không nhất thiết đúng. Thực ra, đôi khi mối tương quan đó rất thấp.²⁴

Gerd Gigerenzer thậm chí tranh luận rằng sự quá tự tin được minh chứng bởi các bài kiểm tra ước lượng sai có thể là sự ảo tưởng.²⁵ Quan điểm của ông là sự quá tự tin có thể biến mất nếu các câu hỏi được trình bày lại. Trong một số thí nghiệm, ông và các đồng nghiệp đã đặt nhiều câu hỏi cho những người tham gia. Lấy ví dụ, thành phố nào đông dân hơn, Hyderabad hay Islamabad? Sau đó, người tham gia được hỏi mức độ tin cậy trong câu trả lời của họ: 50% (đoán), 60%, 70%, 80%, 90% hoặc 100% (tôi chắc chắn). Theo kết quả được trình bày ở hai cột bên trái của bảng 6.3, mặc dù tỷ lệ trả lời đúng là 52% - 56%, tỷ lệ tin cậy trung bình do người trả lời tự đánh giá lại là 67% - 72%. Điều này cho thấy sự quá tự tin. Thêm vào đó, ở cuối mỗi câu hỏi, người tham gia được hỏi số câu hỏi mà họ nghĩ là họ trả lời đúng. Trong trường hợp này, các đánh giá tần số thuần túy có thể được so sánh với tần số thực tế. Số liệu hai cột phía bên phải của bảng 6.3 cho thấy rằng, trên cơ sở so sánh hai tần số này, sự tự tin quá mức dường như biến mất. Chắc chắn có thể rút ra kết luận là cách thức mà câu hỏi được đặt ra, hay việc trình bày thí nghiệm, sẽ có ảnh hưởng đến kết quả.

Bảng 6.3 | Các đánh giá độ tin cậy, tần số ước lượng và sự tự tin quá mức biến mất

	So sánh các đánh giá độ tin cậy với tần số		So sánh các đánh giá tần số với tần số	
	exp.1 (n=80)	exp.2 (n=97)	exp.1 (n=80)	exp.2 (n=97)
Đánh giá				0.52
Tần số tương đối	0.67	0.72	0.52	0.56
Chênh lệch	0.52	0.56	0.53	-0.04
	0.15	0.16	-0.01	

Nguồn: How to make cognitive illusions disappear: beyond "heuristics and biases", Gigerenzer, G., European review of social psychology Volume 2, 1991, pp. 83-115.

6.4 NHỮNG NHÂN TÔNG ĂN CẢN SỰ ĐIỀU CHỈNH

Những nhà nghiên cứu đã cố gắng giải thích tại sao sự quá tự tin lại phổ biến, và nhất là tại sao con người thất bại trong việc rút ra bài học từ sai lầm quá khứ. Có ba khuynh hướng lệch lạc trong hành vi con người có thể đóng góp vào việc duy trì sự quá tự tin. Đó là khuynh hướng tự quy kết (self-attribution bias), khuynh hướng nhận thức muộn (hindsight bias), và khuynh hướng tự xác nhận (confirmation bias).

NHỮNG KHUYNH HƯỚNG CẢN TRỎ “SỰ HỌC HỎI”

Trong tâm lý học xã hội, lý thuyết về **sự quy kết (attribution theory)** nghiên cứu cách con người đưa ra các quy kết nhân quả, nghĩa là cách con người tìm ra những lý giải cho những nguyên nhân của các hành động và các kết quả.²⁶ Xuất hiện hững sai lầm dai dẳng nào đó. Ví dụ, con người khi quan sát người khác, có xu hướng quy kết quá mức hành vi cho các nhân tố nội tại (ngược lại đối với các nhân tố bên ngoài). Nếu một người dường như có những hành vi khiếm nhã, chúng ta hiển nhiên tin rằng người đó có tính cách xấu, thay vì tìm kiếm các yếu tố môi trường có thể giải thích cho cách cư xử đó.

Một biểu hiện khác của khuynh hướng lệch lạc quy kết dường như đóng góp vào sự tự tin quá mức. **Lệch lạc tự quy kết (self-attribution bias)** là khuynh hướng người ta quy kết những thành công hoặc kết quả tốt đẹp cho khả năng của họ, trong khi đổ lỗi những thất bại cho các điều kiện ngoài tầm kiểm soát, điều này có thể dẫn đến việc gia tăng sự quá tự tin.²⁷ Giả sử một người quá tự tin quan sát thành quả của cá nhân, mà

các thành quả này vốn là sự kết hợp của cả các nhân tố bên trong (thuộc về cá nhân) lẫn các nhân tố bên ngoài. Nếu mọi thứ diễn ra tốt đẹp, họ sẽ nghĩ là họ có năng lực, kỹ năng và kiến thức (nhiều hơn so với các đánh giá khách quan), và kết quả là làm gia tăng sự quá tự tin. Mặt khác, những sự kiện tiêu cực chỉ được quy kết ở một mức độ vừa phải cho trách nhiệm của cá nhân. Điều này dẫn đến sự bất cân xứng trong điều chỉnh tâm lý quá tự tin. Như vậy, con người “học” để trở nên quá tự tin.²⁸

Liên quan chặt chẽ với sự tự quy kết là sự **nhận thức muộn (hindsight bias)**, khuynh hướng đưa người ta đến những suy nghĩ “đã biết từ lâu rồi”. Khuynh hướng này đặc biệt phổ biến khi một sự kiện trọng đại có các kết quả khác nhau được xác định rõ (như cuộc bầu cử hay kết quả trận chung kết World Cup); khi những sự kiện này hàm chứa những ý nghĩa về mặt cảm xúc hay đạo đức; hoặc khi những sự kiện này phụ thuộc vào một quá trình tưởng tượng, trước khi có kết quả.²⁹

Đi liền với lệch lạc nhận thức muộn là **lệch lạc tự xác nhận (confirmation bias)**, là xu hướng tìm kiếm những bằng chứng phù hợp với niềm tin ban đầu và lờ đi những dữ liệu cho thấy điều ngược lại. Ví dụ, trong một thí nghiệm, cả những người đề xuất và những người chống đối án tử hình được nghe trình bày các bằng chứng hỗn hợp, nhưng sự phân cực trong niềm tin đã xảy ra, những người ở mỗi nhóm sàng lọc các chứng cứ ủng hộ cho quan điểm trước đó của họ.³⁰

CÓ PHẢI QUÁ TỰ TIN LÀ MỘT SAI LẦM HOÀN TOÀN?

Quá tự tin, đặc biệt là quá lạc quan có thể không phải là một sai lầm hoàn toàn.³¹ Nghiên cứu chỉ ra rằng các dự đoán về tương lai có khuynh hướng lạc quan nhiều hơn khi thời gian càng xa (nghĩa là khi mục tiêu của một người thì xa vời), và khi những diễn biến hành động đã được cam kết, ngược lại với tình huống mà ở đó một vài lựa chọn còn đang được suy tính. Khi những điều kiện này thỏa mãn, sự lạc quan cao có thể làm gia tăng thành quả và nhiều nghiên cứu đã minh chứng cho điều này.³²

Mặc dù đôi khi thành quả có thể gia tăng, nhưng nó thường không được như các dự báo. Tuy nhiên, sẽ xuất hiện những cơ chế biện hộ nào đó nhằm xoa dịu sự thất vọng.³³ Cụ thể, có thể có lệch lạc cả trong việc đánh giá thành quả lẫn việc ghi nhớ dự báo, và các lý do thuận tiện có thể tự nảy sinh. Lấy ví dụ một sinh viên có kết quả của một bài kiểm tra thấp hơn kỳ vọng của người đó. Sinh viên này có thể nói với chính mình: “Thôi, dù sao tôi cũng đã làm tốt hơn so với mức trung bình của lớp (thay

đổi chuẩn đánh giá); “Kỳ vọng của tôi quá cao căn cứ theo độ khó của bài kiểm tra: Tôi đã không nghiêm túc đánh giá (nghi ngờ dự báo)” hoặc “Nếu tính cả việc tôi bị đau đầu khủng khiếp do thiếu ngủ, tôi nghĩ mình đã làm rất tốt (lý do thuận tiện)”. Những cơ chế tự biện hộ này giúp làm dịu bớt sự thất vọng, cho phép một người đi theo hướng tối thiểu hóa sự tổn hại đến lòng tự trọng và tiếp tục sự lạc quan cho lần tới.

6.5 ỨNG DỤNG CHO TÀI CHÍNH

Sự quá tự tin phổ biến trong nhiều lĩnh vực, kể cả trong việc ra quyết định tài chính. Ví dụ, trong 15 khảo sát (mỗi khảo sát với khoảng 1,000 người tham gia) giai đoạn 1998 - 2000 được thực hiện bởi tổ chức Gallup cho UBS PaineWebber, người tham gia được hỏi về kỳ vọng đối với tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán và của danh mục đầu tư của họ trong vòng 12 tháng sau.³⁴ Trung bình, người tham gia kỳ vọng danh mục của họ sẽ đánh bại thị trường – tức là họ đã quá lạc quan. Điểm thú vị là, phù hợp với các nghiên cứu về ảnh hưởng của giới tính được thảo luận trước đó, nam giới kỳ vọng danh mục của họ sẽ đánh bại thị trường với biên lợi nhuận cao hơn của nữ giới. Phụ nữ, mặc dù vẫn có sự tự tin thái quá, nhưng mức độ thấp hơn nam giới.

Trong Chương 9 chúng ta sẽ thảo luận cách thức mà tâm lý quá tự tin tác động đến các quyết định tài chính của nhà đầu tư. Những chứng cứ được đưa ra cho thấy, quá tự tin dẫn đến việc người ta thực hiện giao dịch quá nhiều, ít đa dạng hóa và cũng chấp nhận nhiều rủi ro hơn. Sự ước lượng sai hay việc tin rằng thông tin và phân tích của cá nhân chính xác hơn thực tế, có thể đưa người ta đến sự nhầm tưởng là họ có thể định thời điểm thị trường và mua được những cổ phiếu nóng. Chương này cũng đã đề cập nhiều nhân tố cản trở con người nhận thức đúng về khả năng thực sự của bản thân. Xem xét lệch lạc tự quy kết hoạt động như thế nào trong bối cảnh đầu tư. Khi thị trường tăng điểm, hầu hết các cổ phiếu cũng có thành quả tốt, bao gồm cả những cổ phiếu mà nhà đầu tư lựa chọn cho danh mục đầu tư của mình, và hầu hết mọi nhà đầu tư lấy đó làm sự khẳng định cho sự nhạy bén của bản thân. Ngược lại, khi cổ phiếu họ nắm giữ bị rót giá, thông thường họ sẽ đổ lỗi cho những tình huống không thể kiểm soát – như tình trạng chung của cả thị trường hay nền kinh tế.

Sự quá tự tin có thể có tác động ở cấp độ thị trường. Trong Chương 13, chúng ta sẽ thảo luận những lý giải ở góc độ hành vi cho các bất thường. Một số mô hình được thiết lập lý giải cho những bất thường như quán

tính giá hoặc sự đảo ngược. Một vài mô hình chấp nhận vai trò quan trọng của tâm lý quá tự tin và các lách laced liên quan.

Trong Chương 16, chúng ta sẽ thảo luận cách mà sự quá tự tin có thể hủy hoại các nhà quản lý và doanh nhân. Những chứng cứ được đưa ra cho thấy họ luôn sẵn sàng gia nhập thị trường, cho phép dòng tiền ánh hưởng đến việc đầu tư, đầu tư quá mức, thâu tóm các công ty khác quá dễ dàng, và sử dụng quá nhiều nợ do quá lạc quan và những khuynh hướng khác của sự quá tự tin.

Cuối cùng, chúng ta tranh luận rằng tự tin thái quá có thể không tiêu cực hoàn toàn, nghĩa là nó có thể gia tăng thành quả. Xem xét tình huống gia nhập thị trường. Một cá nhân quyết định thành lập một doanh nghiệp nhỏ và đã quyết tâm thực hiện. Mặc dù quá lạc quan có thể là tiêu cực ở phương diện có quá nhiều người theo đuổi mục tiêu cụ thể này, dựa trên chứng cứ cho thấy một tỷ lệ thất bại cao của các doanh nghiệp nhỏ, thì quá lạc quan cũng khá hữu dụng theo một phương diện khác. Niềm tin vào sự thành công có thể thúc đẩy nỗ lực và động cơ, và thực sự làm tăng khả năng thành công của người đó.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Quá tự tin là một khuynh hướng con người để cao kiến thức, năng lực và mức độ chính xác trong thông tin của mình, hoặc lạc quan quá mức về tương lai và khả năng kiểm soát tình thế.
2. Cách tiếp cận về sự ước lượng thường dựa trên việc yêu cầu người tham gia cung cấp khoảng tin cậy $x\%$ cho câu trả lời. Ước lượng sai hiện diện khi xác suất câu trả lời đúng nằm trong khoảng tin cậy khác biệt đáng kể so với $x\%$.
3. Hầu hết mọi người quá tự tin ở phần lớn thời gian, nghĩa là các khoảng tin cậy của họ thì quá hẹp.
4. Tuy nhiên đôi lúc cũng xuất hiện sự kém tự tin, đặc biệt là đối với những câu hỏi dễ.
5. Những biểu hiện khác của sự quá tự tin cũng tồn tại. Với hiệu ứng tốt hơn trung bình, nhiều người không thực tế khi có khuynh hướng nghĩ rằng khả năng và hiểu biết của họ thì trên mức trung bình.
6. Ảo tưởng kiểm soát làm cho người ta tin rằng họ có nhiều khả năng kiểm soát tình huống tốt hơn những gì họ thực sự có thể.

7. Quá lạc quan phản ánh cảm giác rằng mọi thứ tốt hơn so với phân tích khách quan chỉ ra.
8. Không phải mọi người đều quá tự tin như nhau. Tự tin thái quá thì phổ biến nhất đối với nam giới được trang bị nhiều kiến thức.
9. Một vài người chỉ trích cách thức đo lường sự quá tự tin, cho rằng một người có thể được xem là quá tự tin qua việc sử dụng bài kiểm tra này, nhưng lại trở thành kém tự tin qua một bài kiểm tra khác. Những người khác tranh luận rằng sự quá tự tin có thể biến mất khi mà câu hỏi được trình bày lại.
10. Có rất nhiều những lệch lạc cản trở việc loại bỏ sự quá tự tin. Đó là lệch lạc tự quy kết, nhận thức muộn, khuynh hướng tự xác nhận.
11. Quá tự tin có thể không hẳn là điều không tốt. Chẳng hạn, dưới những điều kiện nào đó, nó có thể gia tăng thành quả.

CÂU HỎI THẢO LUÂN

1. Phân biệt những khái niệm/ thuật ngữ sau:
 - a. Ước lượng sai và quá lạc quan.
 - b. Tốt hơn trung bình và áo tưởng kiểm soát.
 - c. Lệch lạc tự quy kết và tự xác nhận.
 - d. Ưu điểm và khuyết điểm của quá tự tin.
2. Ước lượng sai lớn hơn ở những câu hỏi dễ hay câu hỏi khó? Tâm lý quá tự tin lớn hơn khi bạn xem xét ở khoảng tin cậy 50% hay khoảng tin cậy 98%?
3. Cho ví dụ về việc người nào đó có thể vừa là quá lạc quan và ước lượng sai cùng một lúc?
4. Tâm lý quá tự tin không nhanh chóng bị loại bỏ bằng sự “học hỏi” – do sự tồn tại của các lệch lạc. Hãy giải thích.
5. Năm 2007, một đội bóng bầu dục Mỹ (New England) có một năm tuyệt vời, thắng trong cả 16 trận. Trong 16 trận đó, điểm số của họ lần lượt là 38, 38, 38, 34, 34, 48, 49, 52, 24, 56, 31, 27, 34, 20, 28, và 38. Mặc dù với những thắng lợi rõ ràng như vậy nhưng người hâm mộ không tự tin quá nhiều trong trận chung kết. Sự đồng thuận giữa các fan hâm mộ với mức điểm trung bình dự đoán là 50 trong trận chung kết, và 95% tin rằng điểm số sẽ dao động với biên độ 5 điểm (45 đến 50 điểm). Chỉ ra mức độ quá tự tin của họ. (Để giải quyết câu hỏi, giả sử đội bóng tham gia 4 trận chung kết).

CHÚ THÍCH

1. Một vài nhà nghiên cứu xem tâm lý quá tự tin là việc chúng ta ước lượng sai (sẽ được mô tả), như trong ví dụ của Hirshleifer, D., 2001, "Investor psychology and asset pricing", *Journal of Finance* 56, 1533-1597. Những nhà nghiên cứu khác xem tâm lý quá tự tin theo một nghĩa rộng hơn. Các ví dụ là Camerer, C. F., và D. Lovallo, 1999, "Overconfidence and excess entry: An experimental approach", *American Economic Review* 89, 306-318; và Glaser, M., và M. Weber, 2007, "Overconfidence and trading volume", *Geneva Risk and Insurance Review* 32, 1-36.
2. Xem Lichtenstein, S., B. Fischhoff, và L. D. Phillips, 1982, "Calibration of probabilities: The state of the art to 1980" trong D. Kahneman, P. Slovic, và A. Tversky, eds., *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K).
3. Một người vừa có thể thiếu tự tin vừa ước lượng sai, nhưng thông thường là quá tự tin và ước lượng sai.
4. Fischhoff, B., P. Slovic, và S. Lichtenstein, 1977, "Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence", *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance* 3, 552-564.
5. Alpert, M., và H. Raiffa, 1982, "A progress report on the training of probability assessors", trong D. Kahneman, P. Slovic, và A. Tversky, eds.: *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K). Lưu ý là nhóm này đã biết đến cây quyết định, phân phôi xác suất và lý thuyết hữu dụng.
6. Fischhoff, B., 1982, "For those condemned to study the past: Heuristics and biases in hindsight", trong D. Kahneman, P. Slovic, và A. Tversky, eds., *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K).
7. Griffin, D., và A. Tversky, 1992, "The weighing of evidence and the determinants of confidence", *Cognitive Psychology* 24, 411-435.
8. Svenson, O., 1981, "Are we all less risky and more skilful than our fellow drivers?", *Acta Psychologica* 47, 143-148.
9. Xem Dunning, D., J. A. Meyerowitz, và A. D. Holzberg,

- 1978, "Ambiguity and self-evaluation: The role of idiosyncratic trait definitions in self-serving assessments of ability", *Journal of Personality and Social Psychology* 57, 1082-1090.
10. Xem Nemeroff, C., 1995, "Magical thinking about illness virulence: Conceptions of germs from "safe" versus "dangerous" others", *Health Psychology* 14, 147-151.
11. Langer, E. J., 1975, "The illusion of control", *Journal of Personality and Social Psychology* 32, 311-328.
12. Để biết tổng quan lý thuyết về sự lạc quan quá mức, xem Armor, D. A., và S. E. Taylor, 2002, "When predictions fail: The dilemma of unrealistic optimism", trong T. Gilovich, D. Griffin, và D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K).
13. Weinstein, N., 1980, "Unrealistic optimism about future life events", *Journal of Personality and Social Psychology* 39, 806-820.
14. Xem Hoch, S. j., 1985, "Counterfactual reasoning and accuracy in predicting personal events", *Journal off Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition* 11, 719-731; và Shepperd, J. A., J. A. Ouellette, và J. K. Fernandez, 1996, "Abandoning unrealistic optimism: Performance estimates and the temporal proximity of self-relevant feedback", *Journal of Personality and Social Psychology* 70, 844-855.
15. Baker, L. A., và R. E. Emery, 1993, "When every relationship is above average: Perceptions and expectations of divorce at the time of marriage", *Law and Human Behavior* 17, 439-450.
16. Buehler, R., D. Griffin, và M. Ross, 2002, "Inside the planning fallacy: The causes and consequences of optimistic time predictions", trong T. Gilovich, D. Griffin, và D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K).
17. Xem Armor, D. A., và S. E. Taylor, 2002, "When predictions fail: The dilemma of unrealistic optimism", trong T. Gilovich, D. Griffin, và D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K).
18. Xem Barber, B., và T. Odean, 1999, "The courage of misguided convictions", *Financial Analysts Journal* (Special Issue on Behavioral Finance), 41-55; và

- Deaves, R., E. Luders, và M. Schroder, 2007, "The dynamics of overconfidence: Evidence from stock market forecasters", Working paper.
19. Lundeberg, M. A., P. W. Fox, và J. Punccohar, 1994, "Highly confident but wrong: Gender differences and similarities in confidence judgments", *Journal of Educational Psychology* 86, 114-121.
20. Beyer, S., và E. M. Bowden, 1997, "Gender difference in self-perception: Convergence evidence from three measures of accuracy and bias", *Personality and Social Psychology Bulletin* 23, 157-172.
21. Bhandari, G., và R. Deaves, 2006, "The demographics of overconfidence", *Journal of Behavioral Finance* 7(1), 5-11.
22. Laertius, Diogenes, 1938. *Lives of the Eminent Philosophers* (Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts).
23. Hiệu ứng khó-dễ đã được thảo luận phần trước là một ví dụ. Xem Kirchler, E., và B. Maciejovsky, 2002, "Simultaneous over- and under-confidence: Evidence from experimental asset markets", *Journal of Risk and Uncertainty* 25, 65-85.
24. Glaser, M., T. Langer, và M. Weber, 2005, "Overconfidence of professionals and laymen: Individual differences within and between tasks?", Working paper.
25. Gigerenzer, G., 1991, "How to make cognitive illusions disappear: Beyond heuristics and biases", *European Review of Social Psychology* 2, 83-115.
26. Xem Plous. S., 1993, *The Psychology of Judgment and Decision-making* (McGraw-Hill, New York).
27. Xem Miller, D. T., và M. Ross, 1975, "Self-serving biases in the attribution of causality: Fact or fiction?", *Psychological Bulletin* 82, 213-225. Bài tổng quan của họ về những bằng chứng ủng hộ mạnh mẽ cho khía cạnh tự gia tăng của lách lạc tự quy kết (nghĩa là, quy kết thành công cho các nhân tố chủ quan), nhưng lại tìm thấy rất ít bằng chứng cho thấy khía cạnh tự phòng vệ của lách lạc tự quy kết (nghĩa là quy kết thất bại cho những yếu tố bên ngoài).
28. Xem Gervais, S., và T. Odean, 2001, "Learning to be overconfident", *Review of Financial Studies* 14, 1-27; và Deaves, R., E. Luders, và M. Schroder, 2007, "The dynamics of overconfidence: Evidence from stock market forecasters", Working paper.

29. Hawkins, S. A, và R. Hastie, 1990, “Hindsight: Biased judgments of past events after the outcomes are known”, *Psychological Bulletin* 107, 311-327.
30. Để hiểu thêm về bằng chứng thử nghiệm này, xem Lord, C. G., L. Ross, và M. R. Lepper, 1979, “Biased assimilation and attitude polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence”, *Journal of Personality and Social Psychology* 37, 2098-2109.
31. Xem Armor, D. A., và S. E. Taylor, 2002, “When predictions fail: The dilemma of unrealistic optimism”, trong T. Gilovich, D. Griffin, và D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K).
32. Campbell, J. D., và P. J. Fairey, 1985, “Effects of self-esteem, hypothetical explanations, and verbalization of expectancies on future performance”, *Journal of Personality and Social Psychology* 48, 1097-1111.
33. Xem Armor, D. A., và S. E. Taylor, 2002, “When predictions fail: The dilemma of unrealistic optimism”, trong T. Gilovich, D. Griffin, và D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K).
34. Câu chuyện này được kể chi tiết trong Barber, B., và T. Odean, 2001, “Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment”, *Quarterly Journal of Economics* 116, 261-292.

7.1 GIỚI THIỆU

Truyền hình và báo chí thường cho rằng quyết định của con người được tạo ra bởi cảm xúc. Đặc biệt, các tạp chí tài chính, dựa vào cảm xúc để giải thích sự chuyển động của thị trường tài chính, cả lên và xuống. Tuy nhiên, chúng ta thực sự không biết nhiều về cách cảm xúc tương tác với những ánh hưởng hành vi và cảm xúc khác để tạo ra các hành động và quyết định của con người. Thật chí hiểu biết về cách thức hình thành nên các kết quả của thị trường khi những người theo cảm tính tương tác với nhau còn ít hơn. Chương này xem lại một số kết quả tâm lý học về cảm xúc để cung cấp nền tảng cho những khám phá về vai trò của cảm xúc trong các quyết định tài chính.

Chương này bắt đầu với việc xác định cảm xúc là gì. Sáu đặc trưng có thể quan sát được cho phép chúng ta phân biệt những cảm xúc với những trạng thái tinh thần khác mà con người trải nghiệm, như là tâm trạng. Tiếp theo, phần 7.3 khái quát lại quan điểm của các nhà tâm lý học về cách thức chúng ta trải nghiệm cảm xúc. Liệu bộ não của chúng ta kiểm soát cảm xúc của mình hay ngược lại, đây là điều rất quan trọng mà chúng ta cần phải biết bởi vì với tư cách là những người ra quyết định tài chính, chúng ta muốn biết làm thế nào để kiểm soát (hay thậm chí là vận dụng tốt) phản ứng cảm xúc của mình. Mục 7.4 và 7.5 xem xét thuyết tiến hóa và cấu trúc của bộ não. Bộ não con người đã trải qua những thay đổi lớn thông qua quá trình tiến hóa. Các tiến bộ trong khoa học đã đạt được trong nghiên cứu về sự tiến hóa của cấu trúc não bộ và chức năng của các bộ phận cụ thể trong não bộ cho phép chúng ta sử dụng bộ não của mình để trở thành người ra quyết định tốt hơn. Ngoài ra, các nghiên cứu về các bệnh nhân có tổn thương ở các bộ phận nào đó của bộ não đã cung cấp những hiểu biết đáng kể trong việc ra quyết định. Quan trọng hơn, các bằng chứng được trình bày trong phần

7.6 cho thấy rằng việc ra quyết định thực sự sẽ kém hơn nếu thiếu các phản ứng về cảm xúc. Cuối cùng, sau khi đã tổng kết mối quan hệ giữa trí óc và cơ thể chúng ta, phần 7.8 trình bày sơ lược về tác động của cảm xúc đến việc ra quyết định tài chính.

7.2 BẢN CHẤT CỦA CẢM XÚC

Nhìn chung, các nhà tâm lý học đồng ý rằng những trạng thái như hạnh phúc (happiness), buồn bã (sadness), giận dữ (anger), thích thú (interest), khinh thường (contempt), chán ghét (disgust), kiêu hãnh (pride), sợ hãi (fear), ngạc nhiên (surprise) và hối hận (regret) là những cảm xúc. Chúng ta có thể tạo ra một danh sách cảm xúc của mỗi người, nhưng chúng ta bắt đầu bằng cách hỏi: Chính xác thì cảm xúc là gì? Và những cảm xúc thì khác với những trạng thái tinh thần khác như thế nào? Mặc dù cảm xúc không có những đặc trưng duy nhất nào, Jon Elster lập luận rằng có sáu đặc trưng có thể nhận thấy được cho phép chúng ta định nghĩa **cảm xúc**:¹

- Tiền lệ về nhận thức (cognitive antecedents).** Trong nhiều trường hợp, niềm tin gây ra những phản ứng cảm xúc. Ví dụ, bạn trở nên giận dữ với một tài xế khác vượt đèn đỏ và gần như gây ra va chạm với bạn bởi vì bạn tin rằng họ chạy không cẩn thận sẽ gây nguy hiểm cho bạn. Lưu ý rằng cảm xúc này khác với cảm giác đói, một trạng thái khác của cơ thể xảy ra khi bao tử của bạn trống rỗng. Mặc dù cơn đói có thể được gây ra bởi một niềm tin (chẳng hạn như “bây giờ là buổi trưa vì vậy tôi cần ăn trưa”), nhưng nhìn chung nó được gây ra bởi một tín hiệu thuộc về cảm giác (chẳng hạn một cảm giác đói hay tiếng kêu ở bao tử), thay vì là một suy nghĩ. Dĩ nhiên sự khác biệt là không hoàn toàn, tuy nhiên nhìn chung chúng ta hiểu rằng niềm tin rất quan trọng trong việc hình thành cảm xúc.
- Đối tượng chủ ý (intentional objects).** Cảm xúc liên quan đến một người hay hoàn cảnh nào đó. Ví dụ, bạn tức giận với người tài xế vượt đèn đỏ. Trong hầu hết các trường hợp, đối tượng của cảm xúc này có liên quan mật thiết với niềm tin gây ra cảm xúc. Bạn giận dữ với người tài xế của chiếc xe khác bởi anh ta khinh suất. Cũng lưu ý rằng sự khác biệt giữa cảm xúc và tâm trạng rất quan trọng. Một cảm xúc liên quan đến một điều gì đó, trong khi **tâm trạng (mood)** là một cảm giác chung chung, nó không tập trung vào điều gì cụ thể. Bạn giận dữ với người tài xế bất cẩn, nhưng cũng có thể bạn đang trong một tâm trạng u sầu nói chung nếu bạn đang chán nản.

3. **Sự kích thích sinh học (physiological arousal).** Sự thay đổi của hệ thống hóc-môn và thần kinh đi kèm với những phản ứng cảm xúc. Cơ thể của bạn thật sự phải trải qua sự thay đổi hóc-môn khi bạn trải nghiệm một cảm xúc. Khi suýt va chạm xe, bạn có thể cảm thấy huyết áp của bạn tăng lên.
4. **Những biểu hiện sinh học (physiological expressions).** Cảm xúc có thể được mô tả bởi các biểu hiện dễ nhận thấy có liên quan đến cách thức hành động của một cá nhân. Bạn có thể biểu hiện sự giận dữ với người tài xế bằng cách lèn giọng hoặc giơ nắm đấm về hướng anh ta. Mặc dù một vài phản ứng sinh học thuộc về chức năng, nhưng những phản ứng còn lại đơn thuần là do ngữ cảnh. Ví dụ, gương mặt đỏ bừng của một người đang giận dữ là kết quả của việc tăng lượng máu chảy lên mặt, nhưng không nhất thiết nó sẽ giúp anh ta giải quyết vấn đề. Nhiều biểu hiện cơ thể liên quan đến cảm xúc là những đặc điểm có tính nhất quán. Ví dụ như, nếu bạn gặp một người với gương mặt đỏ bừng và bàn tay nắm chặt, bạn có thể đoán được anh ta đang giận dữ. Cũng lưu ý rằng, những biểu hiện không nhất thiết là duy nhất và có thể là kết quả của nhiều cảm xúc khác nhau. Gương mặt đỏ cũng là kết hợp của sự lúng túng hay cảm giác xấu hổ. Ngoài lý do giận dữ, một người có thể cũng nắm chặt bàn tay khi được tán dương hay vui mừng.
5. **Hóa trị (valence).** Cảm xúc có thể được đánh giá dựa trên một thang đo với một điểm trung lập ở giữa và cảm giác tích cực hay tiêu cực nằm ở hai đầu.² Hóa trị là một thuật ngữ tâm lý được sử dụng để đánh giá cảm giác của niềm vui và nỗi đau hay hạnh phúc và bất hạnh. Bạn đang có cảm giác rất tiêu cực về người tài xế kia. Trong nhiều trường hợp, cảm xúc được kích thích cao độ cũng tạo ra những cảm giác tích cực hay tiêu cực ở hai đầu. Chú ý rằng chúng ta không thể giả định rằng những cảm xúc mạnh mẽ luôn nằm ở hai đầu thang đo (hay ngược lại). Ví dụ như, cô con gái ở tuổi thanh thiếu niên của tác giả cuốn sách này thỉnh thoảng thể hiện những cảm giác buồn chán mạnh mẽ, nhưng lại là một mức cảm xúc thấp trong hóa trị.
6. **Xu hướng hành động (action tendencies).** Cảm xúc có sự gắn liền với xu hướng hành động. Khi bạn trải qua một cảm xúc, bạn thường cảm thấy có một sự thúc đẩy mạnh mẽ để hành động theo một cách nào đó. Trong vài trường hợp, thậm chí bạn cảm thấy bị buộc phải hành động. Bạn có thể bị thôi thúc đuổi theo người tài xế bắt cẩn và cho anh ta biết bạn nghĩ gì. Hoặc, bạn có thể giảm nhẹ sự thúc đẩy

ban đầu khi hành động và đơn giản là tiếp tục lái xe, cùng lúc quan sát một cách cẩn thận những tài xế khác trên đường về nhà. Sự điều chỉnh này trong cách xử sự của bạn có thể dẫn đến kết quả là một lựa chọn tinh táo hoặc không.³ Cơ thể của bạn có thể hạn chế phản ứng của bạn một cách tự động. Đồng thời, áp lực xã hội kiềm chế bạn lại.⁴ Ví dụ như, bạn có thể quyết định không đuổi theo người tài xế bất cẩn và nói với anh ta chính xác những gì bạn nghĩ về anh ta bởi vì bạn nhận ra rằng những người khác sẽ thấy đó là một phản ứng dường như mất kiểm soát.

Cùng một lúc, sáu đặc trưng mô tả ở trên giúp chúng ta định nghĩa cảm xúc là gì và phân biệt những cảm xúc với những trạng thái tinh thần khác.

Lưu ý rằng nhiều cảm xúc có thể được đánh giá là tiêu cực (giận dữ, khinh thường, phẫn nộ, sợ hãi, và buồn). Về phương diện lịch sử, những nhà nghiên cứu về tâm lý học thường tập trung vào những cảm xúc tiêu cực. Những cảm xúc tích cực, như hạnh phúc, nhận được ít sự chú ý hơn. Việc chú ý khác nhau này có thể là do mong muốn ngăn chặn sự suy sụp tinh thần và làm cho cuộc sống tốt hơn. Mặc dù vậy, gần đây, vài nhà tâm lý học tranh luận rằng tâm lý tích cực hứa hẹn nâng cao chất lượng cuộc sống và giảm bớt sự đau khổ.⁵ Theo cách rèn luyện mới này, tập trung vào hoạt động tích cực cho phép các nhà tâm lý học phát triển một ngành khoa học có thể đẩy mạnh sự phát triển tích cực trong con người và xã hội.

Điều gì không phải là cảm xúc cũng rất quan trọng. Như đã đề cập, tâm trạng khác với cảm xúc. Giống như cảm xúc, tâm trạng thường có hóa trị tích cực hoặc tiêu cực, nhưng, khác với cảm xúc, tâm trạng có xu hướng dai dẳng trong thời gian dài hơn. Ngoài ra, cảm xúc và tâm trạng còn khác nhau ở chỗ những cảm xúc phát sinh có liên quan đến một đối tượng hoặc do sự kích thích, trong khi tâm trạng là một cảm giác chung chung, không tập trung vào điều gì cụ thể. Trái ngược với cảm xúc và tâm trạng là **xúc động (affect)**, hay cách một người trải qua một cảm giác. **Sự xúc động (affective assessment)** của một người có được do phản ứng với một kích thích. Xúc động được đánh giá dựa trên sự kích thích là tốt hay xấu, tích cực hay tiêu cực. Chú ý rằng mặc dù xúc động phản ánh sự đánh giá, nó không yêu cầu (hoặc loại trừ) một phản ứng nhận thức. Ví dụ, bạn nghĩ rằng một bông hồng có mùi thơm nhưng thật sự không có khả năng đánh giá về nhận thức tại sao bạn lại thấy nó thơm. Các quá trình cảm xúc bao gồm các phản ứng xúc động.⁶ Ngày giờ

chúng ta đã biết vài điều về đặc trưng của cảm xúc, tiếp theo chúng ta sẽ chuyển qua các lý thuyết được phát triển bởi các nhà tâm lý học để mô tả cơ chế trải nghiệm cảm xúc.

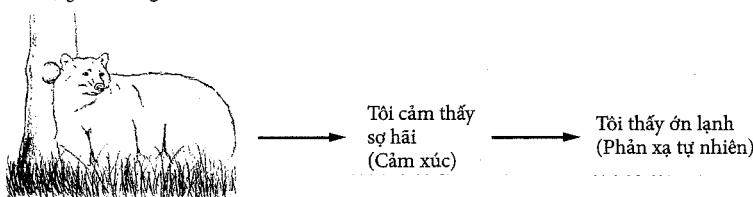
7.3 TIỂU SỬ CỦA THUYẾT CẢM XÚC

Nếu chúng ta hiểu các cảm xúc đến từ đâu và chúng tác động đến hành vi của chúng ta như thế nào, chúng ta sẽ trở thành người ra quyết định tài chính tốt hơn. Chúng ta có thể kiểm soát các cảm xúc hay cảm xúc điều khiển chúng ta? Mặc dù thỉnh thoảng các cảm xúc tiêu biểu cho phản ứng phi lý trí đối với một tình huống, các nhà tâm lí học không coi quá trình suy nghĩ và cảm xúc là tách biệt và ảnh hưởng đối lập nhau. Các nhà tâm lí học nhận thấy rằng cảm xúc bao gồm yếu tố nhận thức, sinh lí và các yếu tố hành vi công khai.

Các nhà tâm lí học về nhận thức tập trung vào các quá trình nhận thức cụ thể, bao gồm các quá trình nhận thức có ý thức như suy nghĩ, lời nói, giải quyết vấn đề và sự học hỏi. Công trình đầu tiên nghiên cứu về cảm xúc giải thích cảm xúc theo khía cạnh tiến trình nhận thức, trong đó một cảm xúc đơn giản chỉ là điều chúng ta nghĩ về một tình huống. Dựa trên một quan điểm khác, năm 1884, William James đã phát triển một lý thuyết lối lạc về cảm xúc vẫn còn ảnh hưởng đến ngày nay.⁷ Thuyết này chỉ ra rằng một cảm xúc là một cảm giác có được từ phản xạ tự nhiên. **Hệ thống thần kinh tự trị (autonomic nervous system)** kiểm soát các hành động vô thức của cơ thể chúng ta, ví dụ như toát mồ hôi, run và cả chạy trốn. Theo James, nếu bạn nhìn thấy một con gấu trong rừng, bạn phản ứng bằng cách tê liệt ngay tại chỗ và (đầu tiên) không có cảm xúc đánh giá tình huống, và sau đó bạn có cảm giác sợ hãi. Chú ý rằng điều này khác với cách giải thích đơn giản rằng khi bạn thấy một con gấu trong rừng bạn cảm thấy sợ hãi và sau đó bạn phản ứng (xem hình vẽ minh họa 7.1). Theo James, “chúng ta cảm thấy buồn vì chúng ta khóc, giận dữ vì chúng ta đánh ai đó, lo lắng vì chúng ta run, chứ không phải chúng ta khóc, đánh hay run vì chúng ta buồn, giận dữ hay sợ hãi”⁸.

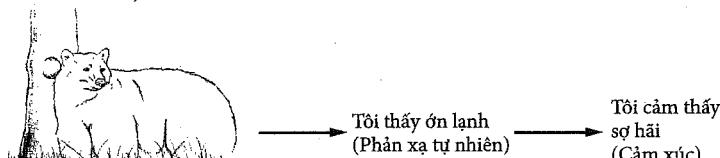
Hình 7.1 Thuyết phản ứng cảm xúc – Tôi thấy một con gấu³³

Sự giải thích giản đơn



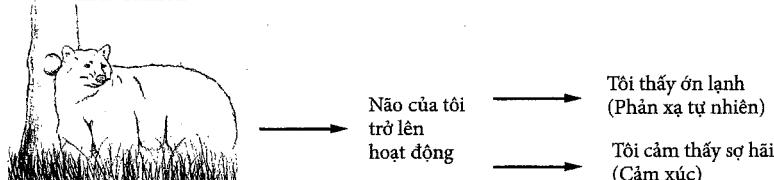
(Tác nhân kích thích)

William James



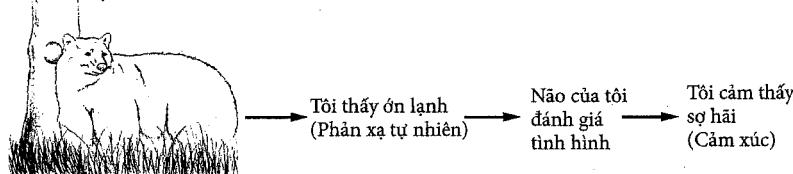
(Tác nhân kích thích)

Walter Cannon



(Tác nhân kích thích)

Stanley Schachter



(Tác nhân kích thích)

Thuyết của James phổ biến cho tới khi nghiên cứu có tầm ảnh hưởng lớn của Walter Cannon ra đời.⁹ Cannon tranh luận rằng các phản ứng tâm lý thỉnh thoảng xảy ra mà không cần cảm xúc (ví dụ tay ra mồ hôi). Mặc dù ông đồng ý với James rằng các cảm xúc thì khác với các trạng thái tinh thần khác vì cách cơ thể phản ứng, Cannon không đồng ý rằng các phản xạ tự nhiên phân biệt các cảm xúc, vì chúng ta có thể quan sát các phản ứng rất giống nhau với các cảm xúc rất khác nhau (ví dụ, bạn có thể siết

chặt nắm tay khi vui hay giận dữ). Cannon cũng lập luận rằng não con người phản ứng lại với kích thích trước khi cơ thể có hành động. Theo thuyết của ông, khi bạn nhìn thấy một con gấu trong rừng, hệ thống thần kinh và não bộ đồng thời nhận được các tín hiệu. Sau đó cùng lúc bạn trải qua cảm giác sợ hãi và kích thích tự động (bạn có thể toát mồ hôi khi đối mặt với con gấu lớn).

Mãi đến những năm 1960, cảm xúc mới được sử dụng để mô tả cách con người hành xử. Nhiều nhà tâm lí học là các nhà hành vi học và họ tin rằng công việc của mình nên tập trung vào các hành vi được quan sát thay vì các quá trình trong trí óc. Nói cách khác, các cảm xúc đơn giản là sự mô tả cho các hành vi quan sát được, và các nhà tâm lí học hầu như không chú ý đến việc tìm hiểu nguồn gốc cảm xúc¹⁰ – cho tới khi Stanley Schachter và Jerome Singer một lần nữa đưa ra câu hỏi cảm xúc đến từ đâu.¹¹ Họ kết luận rằng các cảm xúc là sự diễn giải của não bộ về một tình huống. Cũng như James, họ tin rằng các phản xạ tự nhiên thì quan trọng, nhưng họ cũng thắc mắc như Cannon, đó là liệu các cảm xúc có thể được phân biệt đơn giản bằng các phản xạ tự nhiên hay không. Giải pháp của họ đưa ra là một mô hình bao gồm sự đánh giá nhận thức về tình huống. Khi bạn thấy một con gấu trong rừng, cơ thể bạn phản ứng. Sau đó não bộ của bạn tìm kiếm sự giải thích cho sự kích thích. Não của bạn nhận thấy rằng cơ thể của bạn đang đối phó với con gấu, và bạn cảm thấy sợ hãi. Bạn có thể muốn bỏ chạy, nhưng cảm xúc của bạn cố gắng kiểm soát, cho phép bạn giữ bình tĩnh và rời khỏi vùng đó nhanh nhất có thể. Nếu bạn chạy, con gấu sẽ đuổi theo, điều này sẽ không dẫn đến kết quả tốt nhất.

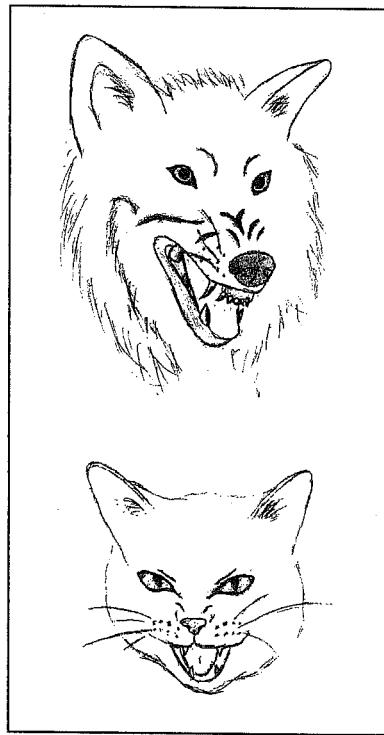
Mặc dù mô hình của Schachter và Singer và các thuyết đánh giá vẫn duy trì được vị thế, vào năm 1980, Robert Zajonc cho rằng có một phần quan trọng bị bỏ sót.¹² Ông chỉ ra rằng thỉnh thoảng con người trải qua cảm xúc mà không có bất cứ nhận thức nào về tác nhân kích thích. Trong thí nghiệm mà ông sử dụng độ nhạy tiềm thức đối với các tác nhân kích thích, Zajonc phát hiện ra rằng con người thường như hành xử giống với các khuôn mẫu họ đã bộc lộ trước đó nhưng họ không thể thật sự nhận ra. Phát hiện này là quan trọng vì nó chỉ ra rằng các cảm xúc có thể phát triển độc lập với nhận thức.

7.4 THUYẾT TIỀN HÓA

Trong Chương 3 đã trình bày bằng chứng cho thấy thuyết triển vọng có khía cạnh tiến hóa. Cảm xúc cũng không khác biệt. Gần đây, một vài nhà tâm lí học đã quay trở lại những đóng góp của Charles Darwin, lý thuyết đã có từ cách đây hơn 100 năm. Darwin nổi tiếng với thuyết tiến hóa và chọn lọc tự nhiên.¹³ Theo thuyết này, các đặc điểm đóng góp vào sự tồn tại của một loài trở thành các nét đặc trưng của loài trong thời gian dài. Các cá thể không thích nghi được sẽ bị đào thải, và các cá thể thích nghi được truyền những đặc trưng của mình cho con cái. Loài không thích nghi được theo cách này sẽ bị tuyệt chủng. Darwin sau đó lập luận rằng các cảm xúc cũng như các đặc điểm cơ thể, được kế thừa và trở thành bẩm sinh.¹⁴

Theo sau Darwin, các nhà lí luận thuyết tiến hóa cũng tranh luận rằng các cảm xúc cơ bản của chúng ta tiến hóa để thúc đẩy sự tồn tại của các giống loài.¹⁵ Đôi khi, một tình huống yêu cầu một sự phản ứng nhanh và không có thời gian để cân nhắc. Thật vậy, nhiều cảm xúc được giải thích là các phản xạ bẩm sinh tức thì khi có kích thích, còn sự nhận thức chỉ đóng một vai trò nhỏ. Vai trò của khả năng thích nghi được đưa ra vì cảm xúc dẫn đến những hành động và giao tiếp thích hợp. Hãy xem các con thú trong hình 7.2. Mặc dù chó và mèo là hai loài rất khác nhau, hãy để ý biểu hiện khuôn mặt của chúng giống nhau như thế nào. Bên cạnh đó, bạn chắc đã chú ý thấy lông của chúng trở nên dựng đứng như thế nào trong tình huống nguy hiểm. Chúng đang tự vệ, và nếu bạn đi ngang qua cả hai, thông điệp sẽ rõ ràng. Hãy tránh xa nhanh nhất có thể! Đây là sự biểu hiện cảm xúc để truyền đạt thông tin này.

Quan trọng là, cảm xúc không chỉ phục vụ cho cơ chế giao tiếp, chúng cũng phục vụ cho cơ cấu lây lan, tức là, cảm xúc có thể tạo ra các cảm xúc tương tự cho người đứng quan sát, và điều này thường xuyên xảy ra trong dạng vô thức (noncognitive), tiềm thức (subliminal).¹⁶ Trong một nghiên cứu, chỉ thấy bức tranh của người khác cười cũng khiến người quan sát cười theo.¹⁷ Con người quan sát các cảm xúc trong một bộ phim cũng cảm nhận các cảm xúc tương tự như những người đang diễn xuất.¹⁸ Con người hành động một cách căng thẳng thì lan truyền sự căng thẳng đó cho những người đang quan sát.¹⁹ Khả năng lan truyền của cảm xúc thì có thể quan trọng khi có áp lực xã hội – hiệu ứng quả cầu tuyết (snowball effect), trong đó nhiều người cảm nhận giống nhau tại cùng thời điểm, không chỉ vì sự kích thích ban đầu tác động đến những người khác nhau, mà còn vì sự lan truyền cảm xúc.

Hình 7.2 Phản ứng đơn giản đối với tình huống nguy hiểm³⁴

Trong ví dụ trước chúng ta đã quan sát sự tương đồng trong biểu hiện cảm xúc giữa các loài vật, liệu một điều tương tự có xảy ra với con người ở các nền văn hóa khác nhau không? Thật thú vị khi thấy rằng các biểu hiện cơ thể và gương mặt tương tự thường truyền đạt những cảm xúc giống nhau ở những người ở những nền văn hóa khác nhau. Biểu cảm của khuôn mặt thể hiện một tập hợp các cảm xúc, mặc dù các yếu tố của tập hợp này không hoàn toàn thống nhất với nhau. Nhìn chung, tập hợp các cảm xúc cơ bản được định nghĩa bởi các biểu hiện gương mặt bao gồm giận dữ, phẫn nộ, sợ hãi, thích thú, vui mừng, và ngạc nhiên.²⁰ Ngoài ra, mặc dù từng có vài tranh cãi về liệu có tồn tại một tính chất chung nhất của các biểu hiện cảm xúc của gương mặt, các nghiên cứu qua các nền văn hóa khác nhau cung cấp bằng chứng ủng hộ cho quan điểm có sự tương đồng mạnh mẽ trong các biểu cảm khuôn mặt xuyên suốt các nền văn hóa khác biệt.²¹

Đối với các nhà tâm lí học theo thuyết tiến hóa, không có gì ngạc nhiên khi cảm xúc là tương tự giữa các nền văn hóa vì các loài động vật thể hiện các biểu hiện gương mặt nhất quán với các cảm xúc tương

tự của con người. Mặc dù động vật không có khả năng suy luận phức tạp, các biểu hiện gương mặt của chúng là tương tự với các biểu hiện gương mặt của con người liên quan tới các phản ứng cảm xúc xác định. Các cảm xúc xác định, thường được gọi là các **cảm xúc cơ bản (primary emotion)**, được thiết lập vào não bộ của chúng ta vì chúng tiến hóa trước các hệ thống thần kinh khác.²² Các nhà tâm lí học theo thuyết tiến hóa tin rằng trung khu não bộ cao hơn kiểm soát các quá trình tâm lý phức tạp tiến hóa sau khi các cảm xúc cơ bản đã tồn tại sẵn. Động vật có xương sống có cấu trúc não bộ tương tự nhau, mặc dù có sự khác biệt rất quan trọng là kích thước của não trước. Trong phần tiếp theo, chúng ta xem xét đến việc giải phẫu (anatomy) bộ não con người để hiểu rõ hơn nguồn gốc cảm xúc.

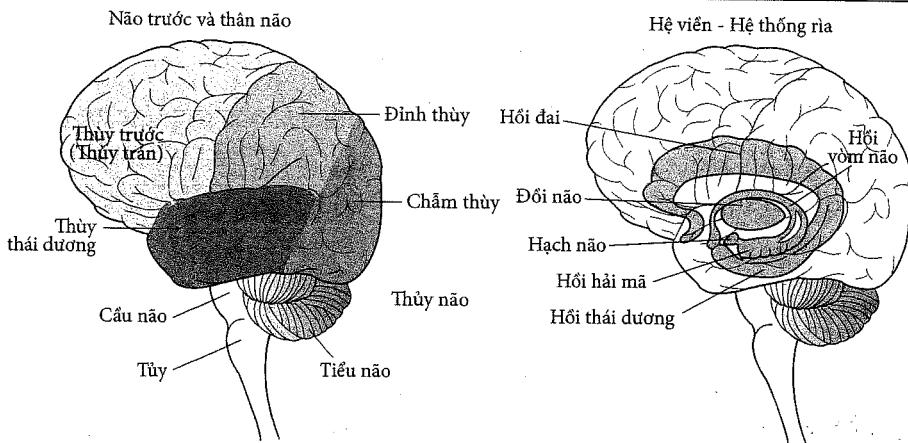
7.5 BỘ NÃO

Hiểu biết về bộ não là điều quan trọng khi chúng ta nghiên cứu về cảm xúc. Các nhà khoa học đã dành nhiều sự quan tâm để lập bản đồ bộ não và liên kết các chức năng với các bộ phận của não. Trong lĩnh vực này, công nghệ hiện đại rất hữu ích cho các nhà khoa học trong việc nghiên cứu xa hơn. Quá trình quét PET – **Positron Emission Tomography** (phát xạ cắt lớp positron) sử dụng các chất phóng xạ không gây hại để lập bản đồ hoạt động của não. Các chất phóng xạ có xu hướng tích tụ trong các khu vực hoạt động của bộ não, cho ra các bản đồ màu các hoạt động của bộ não. Một công cụ khác rất hữu ích cho các nhà khoa học là fMRI – **functional magnetic resonance imaging** (chụp cộng hưởng từ chức năng), ít gây ảnh hưởng hơn bởi vì nó không yêu cầu tiêm bất kỳ chất nào vào não. Sử dụng fMRI, các nhà khoa học có thể theo dõi lưu lượng máu và ôxy trong não và xác định vị trí các khu vực hoạt động.²³

Các nhà khoa học đã có thể liên kết các chức năng của con người với các bộ phận của não. Hình 7.3 minh họa cấu trúc giải phẫu của não bộ. Ảnh bên trái cho thấy cấu trúc **thân não (brain stem)** và **thùy lớn (major lobes)** của bộ não. Cấu trúc thân não bao gồm tủy (medulla), cầu não (pons), và tiểu não (cerebellum). Hành tủy kết nối phần còn lại của bộ não với tủy sống (spinal cord) và điều chỉnh chức năng vô thức (unconscious) của chúng ta, bao gồm thở (breathing), huyết áp (blood pressure), và hệ tuần hoàn (circulation). Các cầu não, bộ phận nối tủy và thân não điều chỉnh chuyển động của mắt, giấc ngủ, và giấc mơ. Tiểu não

điều chỉnh chuyển động của chúng ta, và nó góp phần quan trọng trong việc giữ thăng bằng.

Hình 7.3 Giải phẫu bộ não



Hệ viễn (limbic system) nằm sâu hơn trong não và các nhà khoa học không hoàn toàn xác định được ranh giới của nó. Hệ thống này bao quanh phần trên và phần dưới của não. Nó đặc biệt quan trọng đối với chúng ta vì nó điều chỉnh bản năng (instinct) và một số người tin rằng nó là trung tâm của hầu hết các hoạt động cảm xúc. Đồi não (thalamus) nằm giữa hệ viễn và truyền tải thông tin của hầu hết các giác quan. Đồi não tích hợp thông tin và truyền tải nó tới các bộ phận khác của não bộ. **Hạch não (amygdala)** đánh giá các thông tin giác quan và có vai trò quan trọng trong việc đưa ra các cảm xúc cơ bản như giận dữ và sợ hãi. Những phản ứng có thể được xem là mang tính tự động, chứ không phải kết quả từ việc đánh giá có kiểm soát. **Hồi hải mã (hippocampus)** có vai trò quan trọng trong việc lưu trữ bộ nhớ dài hạn và cho phép chúng ta truy cập thông tin và các sự kiện để đánh giá tình huống mới. **Hồi dai (cingulate gyrus)** có vai trò quan trọng trong việc đánh giá những kinh nghiệm tình cảm. Hai cấu trúc còn lại của hệ viễn là fornix (hồi vòm não) và parahippocampal gyrus (hồi thái dương), có vai trò kết nối các bộ phận của não.

Não trước (forebrain) bao gồm đại não (cerebrum), phần lớn nhất của não. Đại não có thể được chia thành 2 bán cầu (hemisphere), mỗi bán cầu gồm bốn phần: thùy thái dương (temporal), thùy chẩm (occipital), thùy đỉnh (parietal) và thùy trán (frontal). Các nhà khoa học đã đạt được một số thành công trong việc xác định mục đích của mỗi

thùy. Thùy thái dương điều chỉnh giọng nói, ngôn ngữ, và bộ nhớ. Các thùy chẩm có chức năng là trung tâm điều chỉnh tầm nhìn. Thùy đỉnh là trung tâm về cảm giác, bao gồm phản ứng da và nhiệt độ. Thùy trán là thùy lớn nhất trong não của chúng ta và có vai trò điều chỉnh cơ vận động, bộ nhớ, đánh giá, ra quyết định, và khả năng lập kế hoạch cho tương lai.

Trong hàng triệu năm qua, bộ não con người trải qua sự thay đổi đáng kể. Não người phát triển nhanh chóng và tăng gấp đôi về khối lượng. Bây giờ chúng ta sẽ thảo luận, não cung cấp cho con người lợi thế quyết định so với các động vật khác - khả năng lập kế hoạch.

7.6 CẢM XÚC VÀ LÝ TRÍ

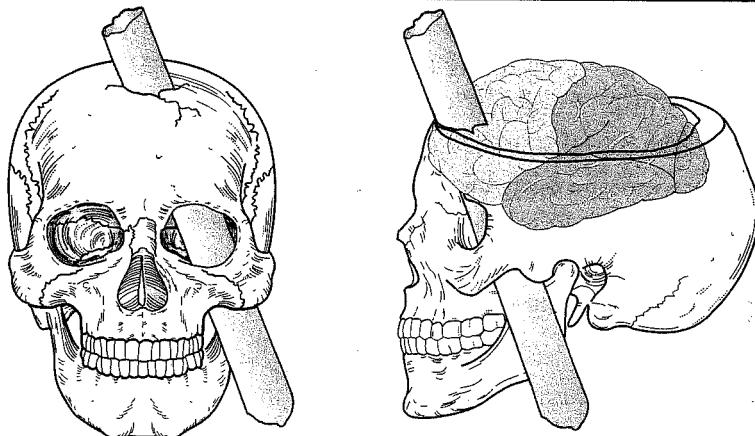
Các nhà khoa học đã khám phá ra nhiều điều về cấu trúc của bộ não, mặc dù họ không thống nhất hoàn toàn về các chức năng của mỗi phần. Nhiều cảm xúc quan trọng dường như ở trung tâm trong hạch não, nhưng như chúng ta sẽ thấy, thùy trán cũng quan trọng. Bây giờ chúng ta cũng sẽ nhận thấy rằng chúng ta không thể tách rời cảm xúc và nhận thức khi xem xét liệu những cảm xúc là tốt hay xấu trong việc ra quyết định.

Antonio Damasio cung cấp các chứng cứ đáng chú ý cho thấy việc ra quyết định trở nên tồi tệ nếu không có cảm xúc.²⁴ Chứng cứ về hành vi và sinh học của ông chỉ ra rằng lý trí và cảm xúc không thể tách rời trong hệ thần kinh. Do đó việc ra quyết định và cảm xúc đan xen vào nhau. Damasio đã nghiên cứu một cách tỉ mỉ về hành vi của những bệnh nhân tổn thương về não - những người mất cảm xúc vì sự tổn thương não thùy trán. Những bệnh nhân này có khả năng nhận thức trung bình hoặc trên trung bình, mặc dù những phản ứng cảm xúc của họ là khác thường. Damasio đã đánh giá khả năng giải quyết vấn đề trừu tượng của bệnh nhân, sự chú ý, kiến thức, ngôn ngữ và trí nhớ và nhận thấy không có thiếu sót. Song, những bệnh nhân của ông gặp khó khăn trong việc ra quyết định. Họ không thể lên kế hoạch tiến trình hoạt động trong tương lai. Bằng chứng này đã dẫn Damasio đến giả thuyết rằng sự nhận thức khiêm khuyết và cảm giác kém thì có liên quan với nhau.

Trường hợp một cá nhân sống trong thế kỷ XIX ảnh hưởng lớn đến suy nghĩ của Damasio. Trong năm 1848, một quản đốc xây dựng 25 tuổi tên Phineas Gage đã gặp phải một vụ tai nạn xây dựng thê thảm. Phineas

được xem như là một người quản lý xây dựng đường sắt thành công và có năng lực, và được biết như là một người tốt và khỏe mạnh - vậy mà, cho đến khi một Phineas bất cẩn vô tình gây ra vụ nổ mà đã giáng một thanh sắt xuyên qua mắt trái của anh, từ trên đỉnh đầu. Hình 7.4 minh họa cho vết thương của anh ấy.

Hình 7.4 Phineas Gage



Đáng chú ý, thanh sắt dài 3 feet 7 inch, đường kính $1 \frac{1}{4}$ inch, và nặng 13.25 pound. Điều đáng ngạc nhiên hơn là Phineas vẫn sống sót!

Cuối cùng Phineas đã lấy lại được cơ thể khỏe mạnh, không gặp vấn đề về lời nói và ngôn ngữ. Song, tất cả những người biết anh ấy nhận thấy một sự thay đổi xấu trong tính cách của anh ấy. Sự thay đổi cực đoan đến nỗi mà những người đã từng thuê Phineas không cho anh ấy quay lại nghề xây dựng. Mặc dù đã làm những công việc lặt vặt, nhưng Phineas chưa bao giờ có được một công việc ổn định. Anh ấy dường như không còn lo lắng cho tương lai nữa. Damasio liên kết đặc điểm thay đổi của Phineas với sự tổn thương thùy trán. Các nghiên cứu khác cũng chỉ ra rằng những bệnh nhân bị tổn thương thùy trán bị hạn chế đáng kể trong khả năng lên kế hoạch tương lai của họ.²⁵ Mặc dù họ dường như rất bình tĩnh, nhưng những bệnh nhân này cũng không thể lên kế hoạch được.

Một trường hợp khác gần đây hơn, có liên quan tới một người tên Elliot, cung cấp sự ủng hộ thêm cho kết luận này. Elliot đã có một sự thay đổi sâu sắc trong tính cách sau khi cắt bỏ khối u não trong thùy trán của anh ấy trong độ tuổi 30. Elliot đã từng là một người giàu có ở địa phương và được biết đến như là một người chồng, người cha và một nhà kinh doanh tốt. Sau cuộc phẫu thuật cắt bỏ khối u, Elliot đã không còn làm

việc được nhiều nữa. Anh ta không thể tiếp tục công việc hay duy trì các mối quan hệ xã hội. Gia đình và bè bạn không thể hiểu cách cư xử dai dột của anh ta. Cùng lúc đó, chỉ số thông minh của anh ta liên tục biểu thị sự thông minh vượt bậc. Elliot đã không có tổn thương thể hiện ra bên ngoài về trí nhớ, khả năng về giác quan, ngôn ngữ, khả năng tính toán, hay nhận thức về vật chất. Song, Elliot đã hoàn toàn không đủ khả năng để ra quyết định, đặc biệt nếu điều đó liên quan đến bản chất cá nhân hay xã hội. Anh ta có thể suy luận qua một vấn đề, nhưng không thể lựa chọn một tiến trình hoạt động tương lai. Thậm chí chính bản thân Elliot cũng nhận ra rằng mình không còn có những phản ứng giống nhau với sự kích thích cảm xúc nữa. Những điều đã từng làm Elliot phản ứng lại một cách mạnh mẽ, bây giờ đã không tác động đến anh ta, dù bất cứ điều gì. Trường hợp của Elliot là thí dụ minh họa mối liên hệ giữa kế hoạch và cảm xúc. Với những phản ứng cảm xúc yếu kém, Elliot dường như đã không nghĩ gì về tác động của những lựa chọn đến cuộc sống của mình ở phía trước.

Dựa trên các tình huống của Phineas và Elliot, cũng như những tình huống của các bệnh nhân bị tổn thương não khác, và nghiên cứu mở rộng về bộ não, Damasio kết luận rằng cảm xúc có một ảnh hưởng quan trọng đến lý trí. Lý trí và tình cảm là các bộ phận không thể tách rời của một con người, và bộ não và cơ thể có mối liên quan với nhau. Chúng ta không thể hiểu hành vi của con người nếu chúng ta không nhận ra các mối liên kết giữa trí óc và cơ thể. Nghiên cứu của Damasio cho thấy cảm xúc và quyết định dựa trên lý trí là bổ sung cho nhau.

Các nghiên cứu khoa học thần kinh khác cung cấp bằng chứng hỗ trợ cho các khẳng định của Damasio. **Khoa học thần kinh (neuroscience)** là khoa học nghiên cứu về bộ não và hệ thống thần kinh. Các nhà khoa học thần kinh kết luận rằng cảm xúc làm tăng quyết định theo hai cách.²⁶ Cách thứ nhất, khi việc đưa ra một quyết định có ý nghĩa then chốt, cảm xúc thúc đẩy thực hiện quyết định đó. Đôi khi có quá nhiều sự lựa chọn đến mức nếu chúng ta đánh giá mỗi cái thì chúng ta sẽ tốn nhiều thời gian vô nghĩa trong việc ra quyết định. Cảm xúc cho phép chúng ta tập trung vào khía cạnh then chốt của một quyết định, vì thế chúng ta không bị các chi tiết làm rối tung. Cảm xúc giúp chúng ta tối ưu hóa vì chi phí cho việc xử lý tất cả thông tin có thể là gánh nặng quá lớn. Cách thứ hai, cảm xúc giúp chúng ta ra các quyết định tốt hơn. Các nghiên cứu tâm lí học cho thấy rằng cảm xúc có một ảnh hưởng quan trọng trong việc ra quyết định.²⁷ Mặc dù các quyết định dưới mức tối ưu thường được quy kết cho cảm xúc, nhưng các quyết định yếu kém vẫn có thể xảy ra khi thiếu các

cảm xúc. Cảm xúc tích cực thực sự có thể tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc truy cập thông tin trong bộ não, tính sáng tạo, giải quyết vấn đề, và đàm phán, do đó hình thành một tiến trình ra quyết định tốt hơn. Thêm vào đó, khi chúng ta được cung cấp nhiều hướng hành động, cảm xúc của chúng ta xúi tiến sự lựa chọn con đường tốt nhất.²⁸

Như đã thảo luận trước đó, sau hàng triệu năm chọn lọc tự nhiên, não người có sự biến đổi đáng ngạc nhiên. Không như các động vật có xương sống khác, chúng ta có thể suy luận và lập kế hoạch cho tương lai. Những khả năng này là yếu tố then chốt cho sự tồn tại của loài người. Đã từng có tranh luận rằng khả năng thành công của một người phụ thuộc phần lớn vào **trí thông minh cảm xúc (emotional intelligence)**, được đo lường bởi **chỉ số cảm xúc (EQ – emotional quotient)**.²⁹ Tương tự cách đo lường trí thông minh nhận thức sử dụng sự kiểm tra IQ, các kiểm tra EQ nỗ lực đo lường một khả năng của một người về nhận biết và kiểm soát các phản ứng cảm xúc của bản thân họ, cũng như của những người khác. Các cảm xúc cho phép chúng ta có các phản ứng với các kích thích nhanh và hợp lí, bao gồm các tình huống khác nhau như gặp nguy hiểm bất thình lình hoặc một quyết định tài chính.

7.7 TRÍ ÓC, CƠ THỂ VÀ CẢM XÚC CỦA CHÚNG TA

Chúng ta đã nghiên cứu rất nhiều về cảm xúc và bộ não trong chương này, nhưng câu hỏi chính vẫn còn. Nguồn gốc của cảm xúc là gì? Chúng ta biết rằng cảm xúc là một phần trải nghiệm của con người, nhưng làm thế nào để cảm xúc phát sinh?

Nguồn gốc của cảm xúc bao gồm các khía cạnh nhận thức, sinh lý và tiến hóa. Quá trình tư duy và tình cảm không nên được xem xét riêng lẻ hoặc có ảnh hưởng đối lập. Các nhà tâm lý học nhận ra rằng cảm xúc bao gồm nhận thức, sinh lý và các nhân tố hành vi. Quá trình suy luận của một người là kết quả sự tương tác phức tạp giữa trí óc và cơ thể, và để hiểu biết quá trình này phải hiểu được tất cả các khía cạnh của sự sống.³⁰

Thuyết tiến hóa cảm xúc cho rằng những cảm xúc là kết quả phản hồi từ các điều kiện tiến hoá.³¹ Mặc dù những phản hồi này có thể hữu ích, nhưng liệu chúng ta chọn nó hay đơn thuần là chúng thúc đẩy chúng ta phản ứng lại với một tình huống? Nói đúng ra, chúng ta không thể chọn phản ứng cảm xúc nếu cảm xúc đó là một phản xạ bẩm sinh với kích thích. Ngay cả khi cảm xúc của chúng ta không được lựa chọn một cách

chú ý, chúng ta vẫn có khả năng kiểm soát phản ứng cảm xúc, ít nhất là ở một mức độ nào đó.³² Trong trường hợp phản ứng cảm xúc cao độ, dù tích cực hay tiêu cực, tốt hơn là chúng ta nên nhìn lại vấn đề và cố gắng cân nhắc cẩn trọng phản ứng tốt nhất.

7.8 GIỚI THIỆU CÁC CHƯƠNG SAU

Trong cuốn sách, đặc biệt trong các Chương 10, 14, 16 và 20, chúng ta tranh luận việc cảm xúc (cùng với tâm trạng và cấu trúc bộ não) ảnh hưởng như thế nào đến việc ra quyết định tài chính. Trước khi đọc tiếp các chương sau, hãy nhìn lại lý thuyết triển vọng. Trong Chương 3 chúng ta đã thảo luận về lý thuyết triển vọng và đưa ra quan điểm rằng đôi khi lý thuyết triển vọng được lập luận dựa trên một nền tảng cảm xúc mạnh mẽ.

Nhớ lại một thực tế là có rất nhiều người mua vé số, hành động ngược lại với sự e ngại thua lỗ trong miền lời. Cùng lúc đó, nhiều người trong số này lại mua bảo hiểm, hành động ngược lại với việc tìm kiếm rủi ro trong miền lỗ. Hai cảm xúc phổ biến thường có liên hệ với thị trường tài chính là sự sợ hãi (fear) và tham lam (greed). Mua một tờ vé số có tỷ suất sinh lợi kì vọng là âm, vì vậy khó có thể được xem như một khoản đầu tư. Lê tất nhiên là ta có thể liên kết hành vi như trên với ham muốn trở nên giàu có nhanh chóng. Đây là tham lam? Nguược lại, việc mua bảo hiểm, cũng là đầu tư có tỷ suất sinh lợi âm, lại là sự sợ hãi, nỗi sợ tai ương và thiệt hại. Trong lý thuyết triển vọng, hình dáng chữ S ngược của hàm trọng số giải thích việc mua vé số và bảo hiểm. Điều này giải thích sự phi tuyếng của hàm trọng số có thể bắt nguồn từ cảm xúc.

Nếu những hoạt động như mua vé số và bảo hiểm có một thành phần cảm xúc mạnh, thì trong những tình huống giàu cảm xúc, chúng ta có thể kỳ vọng một hàm trọng số hình chữ S ngược cong hơn (nghĩa là cách xa đường thẳng hơn) so với những tình huống với sự cộng hưởng cảm xúc ít. Trong một thử nghiệm, Yuval Rottenstreich và Christopher Hsee tìm thấy bằng chứng cho thấy điều này. Một nửa số sinh viên tham gia cuộc thử nghiệm được yêu cầu chọn lựa giữa việc gấp gỡ và ôm hôn diễn viên họ yêu thích (với sự chắc chắn) so với 50\$ (cũng với sự chắc chắn). Nhóm sinh viên còn lại được yêu cầu lựa chọn giữa một tờ vé số mang lại 1% cơ hội trúng 50\$ tiền mặt với 1% cơ hội gấp gỡ và ôm hôn diễn viên yêu thích của họ. Trong điều kiện chắc chắn, 70% thích tiền mặt hơn, trong khi trong điều kiện trúng số, 65% thích cơ hội có một nụ hôn hơn.

Kết quả này có thể được giải thích bởi hàm trọng số hình chữ S ngược ít tuyển tính hơn (“có tính xu hướng” hơn) trong những tình huống đầy cảm xúc (như là giải thưởng nụ hôn ngôi sao). Trên thực tế, độ cong lớn hơn của hàm trọng số, tức hàm ý tỷ trọng lớn hơn đối với những sự kiện có xác suất thấp, sẽ thúc đẩy một vài người ưu thích cơ hội được giải thưởng nụ hôn ngôi sao hơn. Những nhân viên tiếp thị của vé số đường như thấy được điều này vì họ không hướng tới giới thiệu những người chiến thắng trên các quảng cáo với những vali tiền. Thay vào đó là hình ảnh những người chiến thắng trên những chiếc xe thể thao và phoi nắng trên những bãi biển phía Nam.

Trọng tâm của Chương 10 sẽ bàn về cách thức cảm xúc tác động đến việc ra các quyết định tài chính của những nhà đầu tư cá nhân. Hai hành vi sẽ được nhấn mạnh. Thứ nhất là hiệu ứng ngược vị thế, là xu hướng nắm giữ các chứng khoán lỗ lâu hơn các chứng khoán lời. Hành vi thứ hai thực sự là hai dạng hành vi có liên quan với nhau, một là hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng, xu hướng chấp nhận nhiều rủi ro hơn sau sự đầu tư thành công; và một dạng hành vi khác là hiệu ứng hòa vốn (break even effect), là xu hướng chấp nhận nhiều rủi ro sau những kết quả đầu tư thua lỗ. Hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng và hiệu ứng hòa vốn rõ ràng có điểm chung là chúng hàm ý việc thay đổi trong giá trị tài sản dẫn đến sự gia tăng rủi ro chấp nhận. Đáng chú ý là, cả hiệu ứng ngược vị thế và hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng/hiệu ứng hòa vốn đều xung đột với lý thuyết triển vọng và những giải thích về cảm xúc. Điều này có lẽ không quá bất ngờ nếu nghĩ đến một mối liên hệ giữa cảm xúc và lý thuyết triển vọng. Cũng trong Chương 10, chúng ta xem xét liệu tâm trạng của thị trường có tác động lên giá hay không. Khi một người có tâm trạng tích cực (có thể là do thành tích của đội tuyển thể thao quốc gia hoặc thời tiết dễ chịu), liệu họ có khuynh hướng cởi mở hơn khi chấp nhận rủi ro? Sự e ngại rủi ro tổng thể thấp hơn có thể đẩy giá lên không? Hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng trên thị trường chứng khoán có thể vận hành theo một cách tương tự: giá cao tạo ra trạng thái phấn khích, giảm sự e ngại rủi ro, dẫn đến giá vẫn cao hơn. Tương tự, sự bi quan mang tính hệ thống (do những nguyên nhân có liên quan nhưng ngược lại) có thể đẩy giá chứng khoán tổng thể đi xuống.

Ở các chương tiếp theo, trong Chương 14 chúng ta xem xét những câu đố ở mức độ giá chứng khoán toàn thị trường. Một câu đố là về phần bù vốn cổ phần, cụ thể là phát hiện cho thấy cổ phần mang lại lợi nhuận nhiều hơn khi so với các khoản đầu tư có thu nhập cố định (chẳng hạn như trái phiếu), khi đã cân nhắc một cách khách quan đến sự khác biệt về

rủi ro. Lời giải thích đưa ra là sự e ngại thua lỗ. Cảm xúc hàm ý rằng sự e ngại thua lỗ có thể khiến con người thực sự e sợ đối với những điều chưa biết. Trong Chương 16 chúng ta xem xét liệu những nhà quản lý doanh nghiệp có bị tác động bởi cảm xúc hay không. Thực vậy, dường như có bằng chứng cho thấy sự tác động của cảm xúc đến việc chấp nhận dự án đầu tư. Cuối cùng, trong Chương 20, chúng ta tập trung vào những nhà giao dịch, những người thông qua kinh nghiệm đã cải thiện được kỹ năng giao dịch của mình. **Tài chính thần kinh học (neurofinance)** cung cấp những cái nhìn cụ thể hơn về cách thức phát triển những kỹ năng, chẳng hạn như kỹ năng giao dịch. Tài chính thần kinh học là một lĩnh vực mới và đang phát triển mạnh mẽ, nó sử dụng các công nghệ về thần kinh học để xem xét cách bộ não phản ứng khi một người ra quyết định tài chính.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Ví dụ về các cảm xúc phổ biến là giận dữ, khinh thường, chán ghét, sợ hãi, hạnh phúc, buồn chán, tiếc nuối, và ngạc nhiên.
2. Sáu đặc trưng quan sát được phân biệt cảm xúc với các trạng thái tinh thần khác: tiền lệ về nhận thức, đổi tượng chủ ý, sự kích thích sinh học, những biểu hiện sinh học, hóa trị và xu hướng hành động.
3. Những học thuyết đầu tiên về cảm xúc đã tập trung vào việc xác định liệu những phản xạ tự nhiên có xác định cảm xúc hay không và bộ não xử lí thông tin như thế nào.
4. Gần đây, các nhà lí luận nhận ra rằng sự tiến hóa là một yếu tố quan trọng của cảm xúc. Cảm xúc thúc đẩy trao đổi thông tin cả trong nội bộ và xuyên qua các nền văn hóa khác nhau cũng như giữa các loài.
5. Các nhà khoa học có khả năng liên kết các chức năng của con người với các thành phần cụ thể của bộ não.
6. Đại não phân biệt bộ não con người với những động vật có xương sống khác. Khả năng lập kế hoạch cho tương lai là yếu tố then chốt đối với sự tiến bộ của loài người.
7. Ra quyết định thực sự trở nên khó khăn nếu không có cảm xúc. Trường hợp của Phineas Gage là một ví dụ nổi bật.
8. Cảm xúc thúc đẩy chúng ta ra quyết định vào thời điểm then chốt.
9. Cảm xúc giúp chúng ta quyết định tốt hơn bởi vì chúng cho phép chúng ta đánh giá thông tin tốt hơn.

10. Sự thành công của một người phụ thuộc vào trí thông minh cảm xúc của họ, bên cạnh mức độ thông minh.
11. Cảm xúc và nhận thức gắn chặt với nhau, giống như ý nghĩ và phản ứng của cơ thể.
12. Mặc dù chúng ta không thể luôn lựa chọn cảm xúc của mình nhưng chúng ta có thể kiểm soát được mức độ của chúng.

CÂU HỎI THẢO LUẬN

1. Phân biệt các thuật ngữ/ khái niệm/cá nhân sau:
 - a. IQ và EQ
 - b. Tâm trạng và cảm xúc
 - c. Bộ não người và bộ não của các động vật khác
 - d. Phinear Gage và Elliot
2. Bạn đang xem xét việc quản lý tiền của mình thay vì ủy thác cho một chuyên gia tư vấn đầu tư. Một vài người lập luận rằng trí thông minh cảm xúc có thể quan trọng ngang với kiến thức về đầu tư. Bạn có đồng ý không?
Thảo luận.
3. Tưởng tượng bạn vừa mới trúng số với giải thưởng là 10 triệu đô. Những cảm xúc cơ bản là gì? (Lưu ý rằng bảy cảm xúc cơ bản nói chung bao gồm sự giận dữ, sự khinh thường, sự chán ghét, sự sợ hãi, niềm hạnh phúc, nỗi buồn, sự tiếc nuối, và sự ngạc nhiên). Mô tả những đặc điểm này của chúng, bao gồm sáu đặc điểm đã được dùng để định nghĩa cảm xúc.
4. Đồng nghiệp của bạn tranh luận rằng cảm xúc và lý trí thì ảnh hưởng một cách hoàn toàn tách biệt đến việc ra quyết định. Bạn có đồng ý không?
Thảo luận.
5. Đặt mình vào vị trí của người quản lý quỹ tương hỗ đầu tư vào vốn cổ phần. Nghĩ về tất cả các chứng khoán bạn có thể lựa chọn để đưa vào danh mục đầu tư. Cảm xúc sẽ nâng cao quy trình ra quyết định của bạn như thế nào?

CHÚ THÍCH

1. Elster, J., 1998, "Emotions and economic theory", *Journal of Economic Literature* 36(1), 47-74.
2. Các nhà tâm lý học tranh cãi về thước đo hai cực này. Ví dụ, vài người tranh luận rằng cảm giác tích cực và tiêu cực là nghịch

- đảo của nhau, do đó một sự gia tăng trong tính tính cực sẽ là một sự sụt giảm trong tính tiêu cực. Xem Russel, J. A., 1979, "Affective space is bipolar", *Journal of Personality and Social Psychology* 37, 345-356. Tuy nhiên, những người khác lại lập luận rằng cảm giác tích cực và tiêu cực là hai nhân tố độc lập. Xem Diener, E. và R. A. Emmons, "The independence of positive and negative affect", *Journal of Personality and Social Psychology* 47, 1105-1117. Mặc dù vẫn có những tranh luận về cấu trúc của trải nghiệm, nhưng đặc điểm hai cực này vẫn được chấp nhận phổ biến.
3. Frijda, N. H., 1986, *The Emotions* (Cambridge University Press, Cambridge).
 4. Trong Chương 11 và 12 chúng ta sẽ xem xét chi tiết hơn về các áp lực xã hội.
 5. Seligman, M. E. P., và M. Csikszentmihalyi, 2000, "Positive psychology: An introduction", *American Psychologist* 55, 5-14.
 6. Frijda, N. H., 2000, "The psychologists' point of view", trong M. Lewis, và J. M. Haviland-Jones, eds., *Handbook of Emotions* (Guilford Press, New York).
 7. James, W., 1884, "What is an emotion?", *Mind* 9, 188-205.
 8. Như trên, tr. 190.
 9. Cannon, W.B., 1927, "The James-Lange theory of emotions: A critical examination and alternative theory", *American Journal of Psychology* 39, 106-124.
 10. LeDoux, J., 1996, *The Emotional Brain* (Simon and Schuster, New York).
 11. Schachter, S., và J. E. Singer, 1962, "Cognitive, social, and psychological determinants of emotional state", *Psychological Review* 69, 379-399; và Schachter, S., và J. E. Singer, 1979, "Comments on the Maslach and Marshall-Zimbardo experiments", *Journal of Personality and Social Psychology* 35, 989-995.
 12. Zajonc, R., 1980, "Feeling and thinking: Preferences need no inferences", *American Psychologist* 35, 151-175.
 13. Darwin, C., 1859, *The Origin of Species by Means of Natural Selection; Or, the Preservation of Favored Races in the Struggle for Life* (Collier, New York).
 14. Darwin, C., 1872, *The Expression of the Emotions in Man and Animals*, (University of Chicago Press, Chicago).
 15. Plutchik, R., 1980, *Emotion: A Psychoevolutionary Synthesis* (Harper and Row, New York).

16. Xem Goleman, D., 2006, *Social Intelligence* (Bantam Books, New York).
17. Dimburg, U., và M. Thunberg, 2000, “Rapid facial reactions to emotional facial expression”, *Scandinavian Journal of Psychology* 39, 39-46.
18. Hasson, U., Y. Nir, I. Levy, G. Fuhrmann, và R. Malach, 2004, “Intersubject synchronization of cortical activity during natural vision”, *Science* 303(5664), 1634-1640.
19. Butler, E. A., B. Egloff, F. H. Wilhelm, N. C. Smith, E. A. Erickson, và J. J. Gross, 2003, “The social consequences of expressive suppression”, *Emotion* 3, 48-67.
20. Weiten, W., 2005, *Psychology: Themes and Variations*, 6th ed. (Wadsworth/Thomson Learning, Belmont, California).
21. Ekman, P., et al., 1987, “Universal and cultural differences in the judgments of facial expressions of emotion”, *Journal of Personality and Social Psychology* 53(4), 712-717.
22. Theo Elster, J., 1998, “Emotions and economic theory”, *Journal of Economic Literature* 36(1), 47-74, bảy cảm xúc cơ bản bao gồm giận dữ, khinh thường, chán ghét, sợ hãi, hạnh phúc, buồn phiền, và ngạc nhiên.
23. Như chúng ta sẽ thảo luận trong cuốn sách này, công nghệ fMRI hiện tại được sử dụng để cung cấp những hiểu biết sâu hơn về việc ra quyết định kinh tế và tài chính.
24. Damasio, A. R., 1994, *Descartes' Error: Emotion, Reason, and the Human Brain* (Putnam, New York).
25. Gilbert, D., 2006, *Stumbling on Happiness* (Knopf Canada, Toronto).
26. Xem Damasio, A. R., 1994, *Descartes' Error: Emotion, Reason, and the Human Brain* (Putnam, New York); và LeDoux, J., 1996, *The Emotional Brain: The Mysterious Underpinnings of Emotional Life* (Simon & Schuster, New York).
27. Để thảo luận thêm về cảm xúc và việc ra quyết định, xem Elster, J., 1998, “Emotions and economic theory”, *Journal of Economic Literature* 36(1), 47-74; và Hermalin, B., và A. M. Isen, 2000, “The effect on affect on economic and strategic decision making”, Johnson Graduate School of Management, Working paper.
28. Rolls, E. T., 1980, *The Brain and Emotion* (Oxford University, Oxford).

29. Để biết thêm về trí thông minh cảm xúc, xem Goleman, D., 1995, *Emotional Intelligence* (Bantam, New York). Có thể lập luận rằng EQ cũng quan trọng như IQ (trong tài chính) khi đi đến quyết định liệu một người có được lợi khi quản lý tiền của họ hay dùng đến sự giúp đỡ của chuyên gia (có tính phí). Xem Deaves, R., 2006, *What kind of an Investor Are You?* (Insomniac Press, Toronto, Canada).
30. Để thảo luận thêm về cách thức mà các nhà tâm lý học và kinh tế học nghĩ về cảm xúc và việc ra quyết định, xem Ackert, L. F., B. K. Church, và R. Deaves, 2003, "Emotion and financial markets", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Second Quarter, 33-41.
31. Xem Frank, R. H., 1988, *Passions within Reason* (Norton, New York); và LeDoux, J., 1996, *The Emotional Brain: The Mysterious Underpinnings of Emotional Life* (Simon & Schuster, New York).
32. Wade, C., và C. Tavris, 2006, *Psychology*, 8th ed. (Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey).
33. Bức tranh hình con gấu là bức vẽ gốc của Moira M. Church.
34. Những bức tranh là những bức vẽ gốc của Moira M. Church.

HÀNH VI NHÀ ĐẦU TƯ

PHẦN



- Chương 8: Tác động của tự nghiệm và các lêch lạc đối với việc ra quyết định tài chính
- Chương 9: Ảnh hưởng của sự quá tự tin trong các quyết định tài chính
- Chương 10: Nhà đầu tư cá nhân và tác động của cảm xúc



TÁC ĐỘNG CỦA TỰ NGHIỆM VÀ CÁC LỆCH LẠC ĐỒI VỚI VIỆC RA QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH

CHƯƠNG

8

8.1 GIỚI THIỆU

Như đã trình bày trong Chương 5, tuy các phương pháp tự nghiệm thường là cơ chế ra quyết định tiết kiệm được nhiều thời gian và công sức, nhưng đôi khi chúng lại khiến nhà đầu tư đi sai hướng. Trong chương này và những chương sau, chúng ta sẽ trở lại với các tự nghiệm này khi chúng ta đi sâu vào nghiên cứu tác động tiềm tàng của chúng lên hành vi nhà đầu tư, người về hưu trong tương lai, các nhà phân tích, quản lý, và làm thế nào chúng có thể tác động đến kết quả thị trường. Trọng tâm của chương này là cách thức mà tự nghiệm ảnh hưởng đến việc đưa ra các quyết định tài chính của nhà đầu tư, còn các quyết định đầu tư của người về hưu trong tương lai sẽ được trình bày trong Chương 17.

Phần 8.2 bàn về hành vi tài chính bắt nguồn từ sự quen thuộc. Một khía cạnh của sự quen thuộc là lệch lạc nội địa (home bias), tức là khuynh hướng đầu tư quá mức trong nội địa và tại địa phương. Tuy đầu tư nội địa có thể xuất phát từ lợi thế thông tin, nhưng đây không phải là lý giải đầy đủ. Liên quan đến lệch lạc nội địa là xu hướng đầu tư vào công ty bạn làm việc hay thương hiệu mà bạn biết. Trong phần 8.3, chúng ta trở lại với các hành vi bắt nguồn từ tình huống điển hình và những lệch lạc liên quan. Xu hướng đánh giá quá cao tính dự đoán có thể khiến nhà đầu tư tin rằng các công ty tốt là những khoản đầu tư tốt. Điều này kết hợp với hiệu ứng tức thời sẽ thuyết phục mọi người tin rằng những công ty có thành quả tốt gần đây là những cổ phiếu nên mua. Và lệch lạc sẵn có đầy con người tập trung đầu tư vào những cổ phiếu có sẵn thông tin mà không tốn phí. Phần 8.4 chỉ ra rằng neo quyết định khiến nhà đầu tư bị ảnh hưởng mạnh bởi các gợi ý sẵn có hoặc được đề xuất, thay vì dựa vào ý kiến của giới chuyên

môn hoặc của riêng họ. Điều này được minh chứng trong bối cảnh đánh giá giá trị bất động sản.

8.2 HÀNH VI TÀI CHÍNH BẮT NGUỒN TỪ SỰ QUEN THUỘC

LỆCH LẠC NỘI ĐỊA

Mặc dù sự ưu tiên đang dần thay đổi, nhưng một sự thật vẫn đang diễn ra là nhà đầu tư trong nước chủ yếu nắm giữ chứng khoán của nước mình, tức là, nhà đầu tư Mỹ nắm giữ phần lớn chứng khoán Mỹ, các nhà đầu tư Nhật nắm giữ hầu hết chứng khoán Nhật, các nhà đầu tư Anh nắm giữ chủ yếu là chứng khoán Anh, và nhiều ví dụ khác. Kenneth French và James Poterba đã đưa ra dẫn chứng cho xu hướng này.¹ Cột đầu tiên trong bảng 8.1 trình bày tỷ trọng vốn hóa của sáu thị trường chứng khoán lớn nhất thế giới. Mỹ, năm 1989, chiếm 47.8% giá trị vốn hóa thị trường thế giới, Nhật Bản 26.5%, Anh 13.8%, Pháp 4.3%, Đức 3.8%, và Canada 3.8%.² Tuy nhiên, một nhà đầu tư điển hình của Mỹ nắm giữ 93.8% cổ phiếu của Mỹ trong danh mục của mình, một nhà đầu tư điển hình của Nhật nắm giữ 98.1% cổ phiếu của Nhật trong danh mục, một nhà đầu tư điển hình của Anh nắm giữ 82.0 % cổ phiếu của Anh.³ Vì vậy, các nhà đầu tư nội địa định một tỷ trọng quá cao cho các chứng khoán nội địa. Hành vi này được gọi là **lệch lạc nội địa** (*home bias*).

Khuynh hướng ưu tiên nội địa đang đối mặt với các bằng chứng cho thấy sự đa dạng hóa quốc tế giúp nhà đầu tư giảm thiểu rủi ro mà không giảm tỷ suất sinh lợi.⁴ Điều này đặc biệt đúng bởi vì thị trường chứng khoán ở các quốc gia khác nhau không có mối tương quan cao.⁵ Hệ số tương quan trung bình của các quốc gia được liệt kê ở trên trong thời gian 1975 - 1989 là 0.502, chứng thực cho lợi ích từ việc đa dạng hóa.

Một lý do giải thích việc tại sao các nhà đầu tư có thể nắm giữ nhiều chứng khoán trong nước là vì họ lạc quan về thị trường trong nước hơn so với thị trường nước ngoài. Sử dụng phương pháp tối đa hóa hữu dụng kì vọng kết hợp với hệ số tương quan trong quá khứ giữa các thị trường, French và Poterba ước tính tỷ suất sinh lợi mong đợi có thể biện minh cho việc phân bổ tài sản quan sát được này, và bảng 8.2 trình bày kết quả của họ. Để lý giải cho việc nắm giữ quá nhiều cổ phiếu Mỹ, nhà đầu tư Mỹ phải tin rằng thị trường của họ sẽ tăng nhiều hơn thị trường tốt thứ hai (Canada) đến 80 điểm cơ bản; đối với nhà đầu tư Nhật con số này là

ít nhất 280 điểm cơ bản; và tại Anh, con số tương ứng là 430 điểm cơ bản, rất lớn. Rõ ràng những niềm tin này là mâu thuẫn và hàm ý sự lạc quan quá mức – ít nhất 2/3 tập hợp các nhà đầu tư ở trên. Các chương tiếp theo sẽ tập trung vào sự lạc quan quá mức trong việc ra quyết định tài chính.

Bảng 8.1 | Tỷ trọng quốc gia ước tính (%) của các nhà đầu tư quốc tế

	Tỷ trọng giá trị thị trường	Nhà đầu tư Mỹ	Nhà đầu tư Nhật	Nhà đầu tư Anh
Mỹ	47.8	93.8	1.3	5.9
Nhật	26.5	3.1	98.1	4.8
Anh	13.8	1.1	0.2	82.0
Pháp	4.3	0.5	0.1	3.2
Đức	3.8	0.5	0.1	3.5
Canada	3.8	0.1	0.1	0.6

Nguồn: French, K.R., và J.M.Poterba, 1991, "Investor diversification and international equity markets", *American Economic Review* 81, 222-226.

Một lý giải khác về hành vi là xu hướng tìm kiếm sự thoải mái và sự quen thuộc. Như đã trình bày trong Chương 5, con người thường ưa thích những gì quen thuộc. Nhà đầu tư Mỹ quen thuộc với thị trường chứng khoán nước mình hơn, và vì vậy họ cảm thấy thoải mái hơn khi đầu tư vào thị trường chứng khoán Mỹ. Điều này cũng tương tự đối với các nhà đầu tư nước ngoài.⁶

Bảng 8.2 | Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng (%) hàm ý từ việc nắm giữ danh mục thật sự

	Nhà đầu tư Mỹ	Nhà đầu tư Nhật	Nhà đầu tư Anh
Mỹ	5.5	3.1	4.4
Nhật	3.2	6.6	3.8
Anh	4.5	3.8	9.6
Pháp	4.3	3.4	5.3
Đức	3.6	3.0	4.8
Canada	4.7	3.0	4.0

Nguồn: French, K.R., và J.M.Poterba, 1991, "Investor diversification and international equity markets", *American Economic Review* 81, 222-226

Mặc dù thông thường, các lý giải về mặt hành vi thường có ưu thế hơn khi giải thích những hành vi bất thường, nhưng các cách lý giải hợp lý cũng được đưa ra. Đầu tư quốc tế có thể ít hấp dẫn vì các rào cản về thuế chế, ví dụ trong số đó là sự hạn chế chu chuyển vốn, khác biệt trong chi phí giao dịch, và mức thuế suất. Tuy nhiên, French và Poterba không đánh giá cao những lập luận này. Tuy tại một thời điểm nào đó tồn tại sự hạn chế chu chuyển vốn nghiêm ngặt, vẫn có thời điểm những hạn chế này không có hiệu lực. Đối với chênh lệch phí giao dịch, nếu chi phí ở một nước đang thấp hơn so với ở các nước khác, thì tất cả các nhà đầu tư sẽ ưu tiên nước có chi phí thấp, nhưng chúng ta không nhìn thấy điều này. Ngoài ra, đặc biệt với hệ thống quốc tế về các loại thuế cổ tức và các khoản ưu đãi thuế, có rất ít sự khác biệt về gánh nặng thuế giữa trong và ngoài nước đối với hầu hết các nhà đầu tư.

KHOẢNG CÁCH, VĂN HÓA VÀ NGÔN NGỮ

Lập luận cho rằng những cân nhắc về thuế chế quốc gia là nguyên nhân làm các nhà đầu tư né tránh đầu tư nước ngoài - sẽ trở nên yếu đi nếu có thể chứng minh rằng mọi người thích đầu tư tại địa phương, ngay cả trong đất nước của họ. Gur Huberman nghiên cứu một trường hợp lệch lạc nội địa “bên trong một quốc gia”.⁷ Năm 1984, AT&T bị tòa án buộc phải thực hiện tái cấu trúc và do vậy 7 công ty điện thoại địa phương “Baby Bell” ra đời. Các công ty này được thành lập dọc theo ranh giới giữa các địa phương. Ví dụ BellSouth hoạt động ở đông nam Hoa Kỳ. Nếu mọi người ưa thích sự quen thuộc, các công ty điện thoại con này sẽ có số lượng khách hàng không cân xứng và họ sẽ nắm giữ một số lượng không cân xứng cổ phiếu của công ty điện thoại con. Thực vậy, đó chính xác những gì đã xảy ra sau giai đoạn tái cấu trúc. Mặc dù chúng ta thường được nghe về việc nên mua các cổ phiếu địa phương, nhưng nếu xét trên quan điểm đa dạng hóa, bạn nên giảm bớt (chứ không phải gia tăng) tỷ trọng công ty địa phương trong danh mục. Nếu nền kinh tế của địa phương bạn suy thoái, điều này sẽ có hại cho cả cổ phiếu của công ty địa phương và triển vọng việc làm của người lao động địa phương (bao gồm cả chính bạn). Nếu bạn làm việc và đầu tư tại địa phương, nghĩa là hai nguồn thu nhập của bạn liên quan chặt chẽ với nhau. Lý thuyết đa dạng hóa nói rằng bạn nên tìm kiếm những kênh thu nhập có tương quan yếu với nhau. Vì lý do này, các nhà đầu tư tốt hơn là nên mua cổ phần của công ty điện thoại Baby Bell nằm ngoài địa phương của họ.

Trong một nghiên cứu liên quan, Mark Grinblatt và Matti Keloharju chứng minh rằng ưa thích sự quen thuộc mở rộng cho cả ngôn ngữ và văn hóa.⁸ Ở Phần Lan, có hai ngôn ngữ chính thức, tiếng Phần Lan và tiếng Thụy Điển.⁹ Báo cáo hàng năm thường được công bố bằng tiếng Phần Lan hay ở cả hai ngôn ngữ chính thức, nhưng trong một số ít trường hợp báo cáo chỉ được công bố bằng tiếng Thụy Điển. Nghiên cứu chỉ ra rằng, sau khi kiểm soát các yếu tố khác có liên quan, các nhà đầu tư Phần Lan thích các công ty sử dụng ngôn ngữ công bố là tiếng Phần Lan, và các nhà đầu tư Thụy Điển thích các công ty sử dụng ngôn ngữ công bố là tiếng Thụy Điển – và các công ty sử dụng song ngữ được cả hai nhóm nhà đầu tư xếp hạng ở giữa. Thú vị là văn hóa cũng có ảnh hưởng. Hai tác giả lưu ý đến việc công ty có CEO là người Phần Lan hay Thụy Điển. Sau khi đã kiểm soát vấn đề sử dụng ngôn ngữ của công ty, người nói tiếng Phần Lan thích CEO là người Phần Lan hơn, và người nói tiếng Thụy Điển thích CEO là người Thụy Điển hơn. Bài học này có vẻ rõ ràng: sự quen thuộc, ở tất cả các cấp độ, đều thu hút các khoản đầu tư.¹⁰ Hơn nữa, có bằng chứng rằng ngay cả các nhà đầu tư tổ chức có thể cũng không nằm ngoài xu hướng này.¹¹

ĐẦU TƯ ĐỊA PHƯƠNG VÀ NHỮNG LỢI THẾ THÔNG TIN

Một lý do giải thích tại sao nhà đầu tư có thể ưa thích thị trường địa phương hơn – địa phương ở đây được hiểu là nội địa hoặc là gần nhà, nhưng ở trong phạm vi của một nước – là do họ có thể sở hữu, hoặc cảm thấy mình có thể sở hữu, **lợi thế thông tin (informational advantage)**. Lợi ích từ việc có một vị trí địa lý gần với một công ty dường như có thể giúp cải thiện khả năng giám sát và khả năng tiếp cận với thông tin riêng. Joshua Coval và Tobias Moskowitz đã khám phá ra điều này khi xem xét việc quản lý quỹ tương hỗ.¹² Đầu tiên họ xác nhận rằng những người quản lý của quỹ tương hỗ, nhất quán với lệch lạc ưa thích sự quen thuộc, họ có khuynh hướng thích đầu tư ở địa phương hơn, nghĩa là họ có khuynh hướng mua những công ty có trụ sở chính trong vòng bán kính 100 dặm (hoặc 161 km) từ trụ sở chính của họ. Cụ thể, nghiên cứu kết luận rằng trung bình một nhà quản lý đầu tư vào những công ty tọa lạc gần văn phòng của họ hơn, cụ thể ở đây là gần hơn khoảng 10% so với một công ty thông thường mà họ có thể đã đầu tư. Hơn nữa, sự ưu tiên cổ phần địa phương có mối liên quan với quy mô công ty, đòn bẩy và khả năng giao lưu thương mại, trong đó những công ty nhỏ, có sử dụng đòn bẩy, sản xuất sản phẩm không xuất khẩu được có khuynh hướng là những công ty mà sở thích địa phương thể hiện mạnh mẽ nhất.

Chúng ta hãy xem xét những động cơ hợp lý đằng sau việc đầu tư địa phương. Một là nhu cầu phòng ngừa rủi ro. Nếu bạn tiêu dùng sản phẩm địa phương với mức giá địa phương, điều này nghĩa là có thể phòng ngừa rủi ro bằng việc đầu tư tại địa phương. Nếu những sản phẩm sản xuất ở địa phương không được xuất ra bên ngoài, sẽ hợp lý khi bàn về mức giá địa phương. Chẳng hạn như cắt tóc, dịch vụ không thể xuất sang các địa phương khác.¹³ Nếu bạn mua cổ phần của công ty cắt tóc địa phương, thì mức tiêu dùng cho việc cắt tóc trong tương lai của bạn ở địa phương sẽ được bảo hiểm tốt. Việc phát hiện ra sự ưu tiên vốn cổ phần địa phương thể hiện rõ ràng hơn với những công ty có sản phẩm không xuất khẩu cũng nhất quán với nhu cầu phòng ngừa rủi ro.

Ngược lại, quy mô và đòn bẩy đưa ra một giải thích về sự khác biệt thông tin, vì những công ty nhỏ, có sử dụng đòn bẩy có khả năng đạt được lợi thế thông tin cao hơn. Để kiểm định điều này, Coval và Moskowitz nghiên cứu liệu sự ưa thích địa phương có thể tạo ra sự gia tăng trong thành quả. Như đã thảo luận trước đó, hầu hết các nghiên cứu đã chỉ ra rằng các quỹ tương hỗ được quản trị năng động trung bình không thể liên tục tạo ra tỷ suất sinh lợi cao hơn so với điểm chuẩn của nó sau khi điều chỉnh rủi ro.¹⁴ Đáng chú ý, Coval và Moskowitz đưa ra bằng chứng về một khoản lợi nhuận đáng kể đến từ đầu tư địa phương. Các nhà quản lý quỹ trung bình kiểm được thêm 2.67% mỗi năm từ đầu tư địa phương, trong khi các cổ phiếu địa phương mà các nhà quản lý quỹ này né tránh lại mang đến thành quả kém hơn 3% mỗi năm. Hơn nữa, họ thấy rằng những nhà quản lý có khả năng tốt hơn trong việc lựa chọn cổ phiếu địa phương có xu hướng tập trung nắm giữ các cổ phiếu địa phương nhiều hơn. Những nhà đầu tư nhỏ lẻ cũng có thể khai thác điều này hay không? Bằng chứng cho xu hướng này là những cổ phiếu có tỷ lệ sở hữu địa phương cao có xu hướng mang lại tỷ suất sinh lợi cao hơn, và tác động này kéo dài trong vài tháng, để xuất rằng những người tiếp cận được những dữ liệu này kiểm được tỷ suất sinh lợi vượt trội. Trong một nghiên cứu khác, có bằng chứng cho thấy những nhà đầu tư nhỏ lẻ tận dụng được cơ hội này.¹⁵ Nhìn lại kết quả từ những nhà quản lý, dựa trên bộ dữ liệu của các nhà đầu tư nhỏ lẻ, các khoản đầu tư địa phương vượt trội hơn các khoản đầu tư ở xa 3.2% mỗi năm.

ĐẦU TƯ VÀO CÔNG TY BẠN LÀM VIỆC HOẶC THƯƠNG HIỆU BẠN BIẾT

Cũng có nhiều bằng chứng cho thấy các nhà đầu tư định một tỷ trọng quá cao vào cổ phiếu của những công ty có thương hiệu quen thuộc hoặc là những công ty họ đang làm việc. Đầu tiên, Laura Frieder và Avanidhar Subrahmanyam đã xem xét dữ liệu điều tra trên sự nhận thức chất lượng thương hiệu cùng sự quen thuộc của thương hiệu (sự nhận biết) và đặt ra câu hỏi liệu những đặc điểm này có ảnh hưởng đến sự ưu tiên của nhà đầu tư hay không.¹⁶ Để trả lời vấn đề này, họ xem xét sự tương quan giữa tài sản mà các định chế nắm giữ và những nhân tố trên. Chú ý rằng việc nhà đầu tư tổ chức nắm giữ nhiều cổ phiếu của một công ty thì cũng đồng nghĩa với việc nhà đầu tư nhỏ lẻ nắm giữ ít cổ phiếu của công ty đó. Những nhà nghiên cứu này nhận thấy rằng các tài sản được các nhà đầu tư tổ chức nắm giữ có tương quan âm đáng kể với sự nhận thức thương hiệu, nhưng không tìm thấy tác động rõ ràng đối với chất lượng thương hiệu. Kết quả trên hàm ý rằng những nhà đầu tư nhỏ lẻ có nhu cầu cao hơn đối với những công ty có thương hiệu dễ nhận biết, điều này phù hợp với việc tìm kiếm sự an tâm và quen thuộc.

Tuy nhiên, Frieder và Subrahmanyam lập luận rằng những thương hiệu dễ nhận biết đi kèm với những công ty mà nhà đầu tư thông thường có thể dễ dàng tiếp cận thông tin hơn. Trong trường hợp các yếu tố khác không đổi, các nhà nghiên cứu cung cấp một mô hình chỉ ra những nhà đầu tư sẽ có nhu cầu cao hơn với một cổ phiếu khi họ có thông tin chính xác hơn về cổ phiếu đó. Vì vậy, lợi thế thông tin tự nhiên có thể bắt nguồn từ sự quen thuộc.

Đối với việc định tỷ trọng quá cao cho công ty mà mình làm việc, tuy tranh luận giữa sự quen thuộc và lợi thế thông tin có thể xảy ra, nhưng một vài nhà đầu tư đầu tư vào những công ty này ở mức độ nào đó dường như vượt quá lý giải về mặt thông tin. Nhiều nhà đầu tư là nhân viên công ty đầu tư phần lớn tiền của họ vào cổ phiếu công ty họ làm việc, vì thế từ bỏ lợi ích đáng kể từ việc đa dạng hóa.¹⁷ Điều này sẽ được thảo luận chi tiết hơn ở Chương 17.

8.3 CÁC HÀNH VI TÀI CHÍNH BẮT NGUỒN TỪ TÌNH HUỐNG ĐIỂN HÌNH

Có bằng chứng cho thấy rằng tính đại diện và các lách laced có liên quan đến những quyết định đầu tư không thích đáng. Đối với những người quan sát ngẫu nhiên, dường như hiển nhiên rằng nếu một công ty có nhà quản lý tốt, thương hiệu mạnh và tăng trưởng liên tục trong thu nhập, chắc hẳn là một khoản đầu tư tốt. Dĩ nhiên, sinh viên ngành tài chính phải biết rõ hơn. Trong định giá, dòng tiền tương lai được dự đoán và chiết khấu về hiện tại với một tỷ lệ chiết khấu hợp lý. Tất cả những vấn đề đã nói ở trên làm cho một công ty trở thành một công ty tốt theo lý thuyết sẽ được phản ánh trong những ước tính dòng tiền tương lai (bao gồm sự tăng trưởng trong dòng tiền) và tỷ lệ chiết khấu được điều chỉnh rủi ro – tức là, chúng đã được phản ánh vào trong mức giá. Có thể tam nói rằng công ty tốt sẽ bán ở mức giá cao, và công ty xấu sẽ bán ở mức giá thấp. Nhưng, một khi thị trường đã điều chỉnh, không có lý do để một công ty tốt được ưu tiên hơn một công ty xấu, hoặc ngược lại. Khá đơn giản, thật sai lầm khi nghĩ rằng một công ty tốt đại diện cho một khoản đầu tư tốt, tuy vậy, đây chính xác là những gì mà nhà đầu tư tin tưởng. Hơn nữa, theo thị trường hiệu quả, lợi nhuận vượt trội không thể dự đoán trước được. Mặc dù vậy, như đã lưu ý, có một khuynh hướng ước lượng quá cao khả năng dự báo. Trong bối cảnh này, có thể có một khuynh hướng liên kết thành công trong quá khứ (dẫn đến thu nhập cao trong quá khứ) với thu nhập có thể có trong tương lai.

CÔNG TY TỐT SO VỚI KHOẢN ĐẦU TƯ TỐT

Hersh Shefrin và Meir Statman cung cấp một số bằng chứng rất bổ ích.¹⁸ Trong báo cáo của họ, tạp chí Fortune đã khảo sát những nhà điều hành cấp cao về những thuộc tính của công ty trong một vài năm.¹⁹ Nhà điều hành được yêu cầu lựa chọn đánh giá từ giá trị 0 (kém) đến giá trị 10 (tốt) đối với mỗi công ty trong ngành của họ theo các khoản mục sau: chất lượng quản lý; chất lượng sản phẩm/dịch vụ; sự đổi mới; giá trị đầu tư dài hạn; sức khỏe tài chính; khả năng thu hút, phát triển và giữ người tài; trách nhiệm với cộng đồng và môi trường; và sử dụng tài sản doanh nghiệp hiệu quả. Tuy Fortune thống kê số điểm trung bình của tất cả các thuộc tính trên trong bài khảo sát làm đại diện cho chất lượng công ty, nhưng bởi vì 82% người được hỏi đều nhắc đến chất lượng quản lý như là thuộc tính quan trọng nhất của

chất lượng công ty, nên các nhà nghiên cứu sử dụng nó làm đại diện cho chất lượng công ty.

Trong bảng 8.3 trình bày kết quả hồi quy của Shefrin và Statman. Ở phần trên của bảng, chúng ta thấy chất lượng quản lý (tức thước đo chất lượng công ty) và giá trị đầu tư dài hạn (tức thước đo chất lượng cổ phiếu) có mối tương quan rất cao: giá trị R^2 trong kết quả hồi quy đầu tiên đưa ra sự tương quan (lấy căn bậc hai R^2) là 0.93 – nghĩa là, người điều hành tin rằng những công ty tốt sẽ là những cổ phiếu tốt. Như đã thảo luận trước đó, điều quan trọng là không có thuộc tính nào của công ty liên quan đến giá trị khoản đầu tư: tất cả thông tin về chất lượng công ty đã được phản ánh vào giá cổ phiếu, vì thế tất cả các công ty (xấu hay tốt) đều là các khoản đầu tư như nhau (dựa trên cơ sở tiên nghiệm).

Ba hồi quy cuối (ở phần dưới bảng 8.3) cho thấy hai đặc tính của công ty là quy mô và tỷ lệ giá sổ sách trên giá thị trường, có tương quan chặt chẽ với đánh giá chất lượng quản lý. Cụ thể, công ty lớn có tỷ lệ giá sổ sách trên giá thị trường thấp (công ty có giá trị sổ sách trên giá trị thị trường thấp được xem là công ty tăng trưởng) được đánh giá là công ty tốt. Điều đó không phải quá ngạc nhiên. Công ty lớn thường là công ty tốt (nghĩa là được quản lý tốt) và tăng trưởng đến từ chất lượng.

Trở lại hồi quy cuối cùng ở phần trên của bảng. Trong hồi quy này, giá trị đầu tư dài hạn được hồi quy theo quy mô, giá sổ sách/giá thị trường, và chất lượng quản lý. Như đã đề cập, yếu tố sau cùng có ảnh hưởng mạnh mẽ đến đánh giá trị đầu tư. Ngoài ra, đối với quy mô và giá sổ sách/giá thị trường, ngay cả khi đã tính đến tác động của chúng lên chất lượng quản lý, chúng còn ảnh hưởng một cách độc lập lên giá trị đầu tư. Những công ty lớn và công ty tăng trưởng được xem là những khoản đầu tư tốt. Nói cách khác, những công ty lớn và tăng trưởng cao đại diện cho những khoản đầu tư hiệu quả. Thú vị hơn là, ở Chương 4, các bảng chứng thực nghiệm lại chỉ ra hướng ngược lại. Công ty có vốn hóa nhỏ lại có thành quả quá khứ vượt trội. Thực ra, xu hướng cá nhân sử dụng tình huống điển hình trong bối cảnh này có thể đóng góp vào bất thường công ty nhỏ và bất thường giá trị.²⁰

Bảng 8.3 | Kết quả hồi quy giá trị đầu tư và chất lượng quản lý

Hàng số	Management Quality	N	adj. R ²
Dependent variable: Value as a long term investment			
-0.79 (5.13)	1.03 (43.95)	311	0.86
-0.86 (4.48)	0.15 (7.53)	257	0.89
		257	0.26
		257	0.31
Dependent variable: Management Quality			
3.71 (11.32)	0.36 (9.02)	270	0.23
6.16 (79.02)	-0.75 (9.46)		
4.64 (13.72)	0.21 (4.60)		

Nguồn: Shefrin, H., và M. Statman, 1995, "Making sense of beta, size, and book-to market", *Journal of Portfolio Management* 21(2), 26-34.

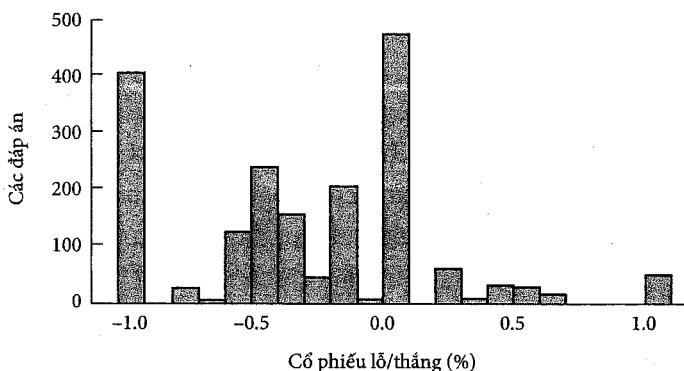
Trong một nghiên cứu có liên quan, có bảng chứng cho thấy hình ảnh công ty ảnh hưởng đến nhận thức về sự thu hút đầu tư. Như đã tranh luận ở trước, tuy hình ảnh tích cực của một công ty chỉ có thể được xem là một đặc điểm tốt, nhưng khả năng tạo ra dòng tiền và sự tăng trưởng của nó đã được vốn hóa vào giá cổ phiếu. Trong một cuộc thí nghiệm, người tham gia nhận được thông tin về hình ảnh công ty mà không có liên quan đến giá trị.²¹ Người tham gia có thể đầu tư vào những công ty có hình ảnh tích nhiều hơn là những công ty có hình ảnh tiêu cực, kể cả khi đã kiểm soát những thuộc tính có liên quan đến giá trị như vị thế trong ngành và dữ liệu tài chính.²² Nếu hình ảnh công ty ảnh hưởng như vậy, chúng ta nên kỳ vọng một điều tương tự sẽ đúng với nhận thức về chất lượng thương hiệu. Mặc dù vậy, trong một nghiên cứu được thảo luận trước đây, không có bằng chứng cho thấy việc nhận thức chất lượng thương hiệu, một khi sự nhận diện thương hiệu đã được kiểm soát, lại khiến các nhà đầu tư nhỏ lẻ gia tăng cẩn đối với cổ phiếu đó.²³

THEO ĐUỔI CÁC CỔ PHIẾU TĂNG GIÁ

Nghiên cứu cũng cho thấy các nhà đầu tư lựa chọn chứng khoán và quỹ đầu tư dựa trên thành quả trong quá khứ. Với những nhà đầu tư này, thành quả đầu tư trong thời gian gần đây sẽ đại diện cho thành quả đầu tư trong tương lai. Tình huống điển hình này thường được gọi là hiệu ứng tức thì. Các hành vi **bám theo xu hướng (trend-following)** hay **theo đuổi quán tính giá (momentum-chasing)** là một chiến lược phổ biến, và cùng với việc phát hiện điểm đảo chiều, đây là điều cốt lõi của phân tích kỹ thuật.²⁴ Kết quả khảo sát nhà đầu tư cá nhân từ *American Association of Individual Investors* cho thấy nhiều người trở nên lạc quan hơn nếu thị trường gần đây tăng lên.²⁵ Trong trường hợp của những quỹ tương hỗ, thành quả quá khứ cao dẫn đến dòng vốn chảy vào từ các nhà đầu tư cao bất thường.²⁶

Bám theo xu hướng là một hiện tượng toàn cầu. Từ Nhật Bản, bằng chứng cho thấy những cổ phiếu có sự gia tăng sở hữu bởi các nhà đầu tư cá nhân là những cổ phiếu tăng giá trong quá khứ.²⁷ Ở Canada, một khảo sát về việc quản lý tiền hưu trí của công nhân chỉ ra họ là những người chạy theo quán tính giá hơn là đi ngược lại.²⁸ Cụ thể hơn, những người trong cuộc điều tra được yêu cầu bắt đầu từ khoản tiền lương hưu và phân phối số tiền này giữa hai cổ phiếu: một cổ phiếu có “tỷ suất sinh lợi trung bình là 5% trong 5 năm qua”, và một cổ phiếu có “tỷ suất sinh lợi trung bình là 15% trong 5 năm qua”. Ngoài ra, họ được cung cấp thông tin rằng “chuyên gia dự đoán cả hai loại cổ phiếu sẽ tạo ra tỷ suất sinh lợi 10%/năm trong 5 năm tới”. Những người trung lập sẽ dành tỷ trọng 50/50 cho hai loại cổ phiếu này để đa dạng hóa danh mục. Những người theo đuổi quán tính giá sẽ dành nhiều hơn 50% tiền cho cổ phiếu thứ hai, trong khi những người đi ngược quán tính giá dành nhiều hơn 50% cho cổ phiếu thứ nhất. Hình 8.1 thể hiện phân phối tần số của sự chênh lệch tỷ trọng trong đầu tư giữa chứng khoán “lỗ” và “lời”. Trong số những người được hỏi có tới 63.8% là theo đuổi quán tính giá, trong khi chỉ có 11.6% chọn ngược lại.

Hình 8.1 Phân phối tần số chênh lệch phần trăm giữa chứng khoán lỗ so với lãi của các nhà đầu tư Canada



Nguồn: Deaves, R., 2005, "Flawed self-directed retirement account decision-making and its implication", *Canadian Investment review* (Spring) 6-15.)

Shlomo Benartzi đánh giá đầu tư vào cổ phiếu công ty trong các kế hoạch 401(k) có liên quan đến sự theo đuổi quán tính giá.²⁹ Khi ông chia kế hoạch làm 5 phân vị dựa trên thành quả của chứng khoán công ty qua 10 năm, ông thấy rằng nhân viên của nhóm công ty có thành tích tốt nhất đầu tư 40% số tiền của họ vào cổ phiếu công ty, so với chỉ 10% đối với nhân viên của nhóm công ty có thành tích thấp nhất. Phải chăng xu hướng theo đuổi quán tính giá mang lại thành công cho những nhà đầu tư này? Không may là, trong vòng một năm sau khi thiết lập danh mục, những nhân viên nào đầu tư phần lớn vào cổ phiếu công ty chỉ thu được tỷ suất sinh lợi thấp hơn tới 6.77% so với nhóm đầu tư vào cổ phiếu công ty ít nhất.

Như vậy, liệu có chứng cứ nào ủng hộ cho quan điểm phổ biến là theo đuổi quán tính giá có khả năng sinh lợi? Câu trả lời là cả có và không. Có bằng chứng cho thấy lợi nhuận đã điều chỉnh rủi ro có tương quan chuỗi thuận chiêu trong khoảng 3-12 tháng.³⁰ Trong khoảng thời gian dài từ 3 năm hoặc hơn (như trong cả nghiên cứu của Benartzi và khảo sát ở Canada), bằng chứng nghiêng về việc đảo ngược xu hướng hay hệ số tương quan chuỗi âm.³¹ Ở Chương 13 sẽ giới thiệu các mô hình hành vi giải thích cho mẫu hình quán tính giá trong trung hạn, và sau đó là sự đảo ngược trong dài hạn.

TÍNH SẴN CÓ VÀ THU HÚT SỰ CHÚ Ý

Ở Chương 5 chúng ta thấy khi thông tin về một số loại sự kiện nhất định là sẵn có mà không tốn phí, người ta thường có ấn tượng là các sự kiện như vậy thường có nhiều khả năng xảy ra. Ví dụ, bảng tin về tội phạm bạo lực có thể khiến con người gia tăng xác suất chủ quan của những cuộc tấn công bạo lực. Brad Barber và Terrance Odean đã tiến hành điều tra nghiên cứu liệu các thông tin có sẵn có ảnh hưởng đến hành vi giao dịch của các nhà đầu tư hay không.³² Họ tranh luận rằng bởi vì sự chú ý là có giới hạn và có quá nhiều các cơ hội đầu tư, giao dịch của các nhà đầu tư nhỏ lẻ có khả năng tập trung vào những cổ phiếu mà thông tin có sẵn mà không tốn phí. “**Thu hút sự chú ý – Attention grabbing**” được thể hiện theo ba cách: các báo cáo tin tức về một cổ phiếu, khối lượng giao dịch cao, và tỷ suất sinh lợi bất thường. Hai nhân tố sau có ảnh hưởng chính vì đôi khi tin tức có thể là trung lập. Mặc dù tin tức có thể là tiêu cực hoặc tích cực, nhưng vì nhà đầu tư cá nhân hiếm khi bán khống và thường chỉ nắm giữ một tập hợp nhỏ chứng khoán, tin tức tiêu cực thường bị lờ đi trong khi tin tức tích cực lại kích thích mua vào. Trên cơ sở này, các nhà nghiên cứu cho rằng tin tức có thể dẫn đến việc các nhà đầu tư nhỏ lẻ mua ròng cổ phiếu. Ngược lại, các tổ chức đầu tư có thể bị ảnh hưởng ít hơn nhiều, bởi vì công việc của họ là xem xét tất cả chứng khoán trên toàn cầu, không phụ thuộc bất kỳ bị tác động nào từ bên ngoài. Thực vậy, các bảng chứng thực nghiệm nhất quán với những kì vọng của Barber và Odean.

8.4 NEO VÀO CÁC TÍN HIỆU KINH TẾ CÓ SẴN

Chương 5 đã cung cấp ví dụ ở đó những người tham gia thí nghiệm, khi được yêu cầu ước tính một số liệu không chắc chắn, đã neo các ước lượng của họ vào các tín hiệu gây nhiễu hoàn toàn vô nghĩa. Neo quyết định thường có khả năng xảy ra khi mốc neo tiềm năng thoát nhìn có vẻ có nội dung kinh tế.

NGHIÊN CỨU THÍ NGHIỆM VỀ ĐỊNH GIÁ BẤT ĐỘNG SẢN

Gregory Northcraft và Magaret Neale đã tiến hành nghiên cứu liệu neo quyết định có thể xảy ra trong quá trình định giá bất động sản hay không.³³ Hai nhóm chuyên viên bất động sản lựa chọn ngẫu nhiên được dẫn đến một ngôi nhà và yêu cầu họ định giá ngôi nhà đó. Họ được dẫn đi xem ngôi nhà và được cung cấp một lượng thông tin giống hệt nhau, gồm có

giá niêm yết (có chủ ý) của ngôi nhà. Điểm khác nhau duy nhất giữa hai nhóm này là nhóm đầu tiên được đưa giá niêm yết là \$65,900, trong khi nhóm thứ hai được đưa giá niêm yết khoảng \$83,900 – cao hơn \$18,000. Hãy đặt mình vào vị trí của những chuyên viên trên. Luôn luôn có sự không chắc chắn trong việc định giá. Mặc dù bạn có thể sử dụng chuyên môn của riêng bạn và hoàn toàn lờ đi giá niêm yết, nhưng có lẽ không bất ngờ khi biết rằng các chuyên gia đều bị ảnh hưởng bởi giá niêm yết đó. Tuy nhiên, giá niêm yết thì khá biến động và thường có một thành tố chiến lược.

Mức định giá trung bình của nhóm thứ nhất vào khoảng \$67,811, và của nhóm thứ hai là khoảng \$75,190. Những con số này được tóm tắt trong bảng 8.4. Nếu chúng ta lấy điểm giữa của những giá trị này (\$71,500.50) làm giá trị ước tính tốt nhất về giá trị thực, khoảng cách giữa hai mức định giá trung bình này là 10%. Rõ ràng, các chuyên viên bất động sản đã bị neo vào giá niêm yết mà họ được cung cấp – mặc dù sự thật là họ chỉ xem xét 25% các nhân tố trong giá niêm yết. Người ta nghĩ rằng các chuyên viên đã sử dụng công thức định giá sau:

8.1

$$\text{Mức định giá ước tính} = a * \text{mức định giá ước tính cá nhân} + (1-a) * \text{giá niêm yết}$$

Những ai lờ đi giá niêm yết thì $a = 1$. Đối với nhóm đầu tiên, $a = 0.34$, có nghĩa là giá niêm yết rất có ảnh hưởng; đối với nhóm thứ hai, $a = 0.70$. Chúng ta có thể tính mức định giá bằng cách đặt a bằng nhau cho cả hai nhóm. Kết quả là \$69,136.43 tại $a = 0.59$, nghĩa là vẫn có ảnh hưởng rất lớn đối với giá niêm yết trong việc định giá của các chuyên viên bất động sản.

Không có lý do gì để nghĩ rằng xu hướng neo quyết định là không tồn tại trong các tình huống kinh tế và tài chính khác. Sự thật là những mốc neo trong các tình huống này lại có thể rất phổ biến. Tất cả chúng ta đều neo vào giá thị trường. Mặc dù có một điều hợp lý ở đây, đó là bởi vì giá thị trường là ước lượng thuần nhất của giá trị. Nhưng không may, điều này hàm ý một vài vòng luẩn quẩn – nếu tất cả mọi người đều neo vào giá thị trường. Bất cứ mức giá đầu tiên nào, dù đã “mất” cũng sẽ ảnh hưởng đến giá thị trường cuối cùng. Xem xét sự định giá cao của cổ phiếu Internet vào năm 1999. Một vài nhà quan sát đã lo ngại về mức độ này, nhưng nhiều người vẫn biện minh được cho các mức giá đó. Liệu họ có bị ảnh hưởng mạnh bởi mốc neo là giá thị trường hiện tại? Liệu mốc neo

này có bị “rót xuống” bởi sự bất hợp lý của một số nhà giao dịch, những người hầu như không có ý tưởng về giá trị cơ bản? Khi xem xét lại, đây dường như là một quan điểm có giá trị.

Bảng 8.4 | Giá niêm yết và mức định giá của các chuyên viên bất động sản

Giá niêm yết và mức định giá	Số tiền
Giá niêm yết THẤP	\$65,900.00
Mức định giá THẤP	\$67,811.00
Giá	\$71,500.50
Mức định giá CAO	\$75,190.00
Giá niêm yết CAO	\$83,900.00

Nguồn: Northcraft, G.B., và M.A. Neale, 1987, "Experts, amateurs, and real estate: An anchoring and adjustment perspectiveon property pricing decisions", *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 39, 84 – 97.

NEO QUYẾT ĐỊNH SO VỚI TÍNH BẦY ĐÀN VÀ CÁC NHÀ PHÂN TÍCH

Vì neo quyết định và **hành vi bầy đàn (herding)** có liên hệ gần gũi với nhau, chúng ta nên nói một chút về tâm lý bầy đàn. Có một yếu tố xã hội gây nên tâm lý bầy đàn, chúng ta sẽ đề cập ở Chương 12. Trong thí nghiệm định giá của các chuyên viên bất động sản, khi một chuyên viên nghe thấy mức định giá của chuyên viên thứ hai đưa ra, thì người này sẽ kéo mức định giá của mình về phía mức giá của chuyên viên kia (ngay cả khi đưa sự ảnh hưởng của giá niêm yết vào trong tính toán), đây là ví dụ về tâm lý bầy đàn hoặc chạy theo đám đông.

Các chuyên gia phân tích tài chính thường công bố giá trị ước tính, thu nhập dự báo, và đưa ra các kiến nghị mua/bán, thường theo mốc neo hoặc bầy đàn. Chúng ta hãy xem xét nhanh chóng liệu có hay không hành vi neo hay bầy đàn của các nhà phân tích. Các nhà phân tích có thể có hành vi neo nếu họ chậm thay đổi ý kiến ban đầu. Ở Chương 13 chúng ta tranh luận rằng hành vi này có thể là nguồn gốc của một vài bất thường. Các nhà phân tích có thể có hành vi bầy đàn nếu họ bị ảnh hưởng bởi những kiến nghị hoặc những ước lượng thu nhập của các nhà phân tích khác. Có một nghiên cứu nói rằng, các nhà phân tích đi theo đám đông khi xuất hiện các điều chỉnh kiến nghị.³⁴ Bảng chứng về các ước tính thu

nhập thì hỗn hợp hơn, với một vài bằng chứng chỉ ra tính bầy đàn và các bằng chứng khác lại cho thấy hành vi “chống lại bầy đàn – anti-herding” (đi ngược lại đám đông).³⁵ Ví dụ, một nghiên cứu gần đây sử dụng dữ liệu dự báo thu nhập của Anh nhất quán với hành vi bầy đàn, trong khi một nghiên cứu khác, sử dụng dữ liệu của Đức, lại phù hợp với hành vi chống lại bầy đàn.³⁶ Lưu ý rằng, trong khi tâm lý bầy đàn là hợp lý bởi vì đi theo đám đông thì dễ dàng và an toàn, thì tâm lý chống lại bầy đàn lại đúng nếu bạn tin rằng bạn có thông tin riêng và bạn muốn mình nổi bật vì mục đích thăng tiến trong sự nghiệp.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Có một sự ưu tiên cho việc đầu tư gần nhà. Điều này thể hiện ở lệch lạc địa phương-nội địa, đầu tư tại địa phương trong phạm vi thị trường nội địa, với sự ưa thích ngôn ngữ và văn hóa của chính nhà đầu tư.
2. Một cách giải thích cho lệch lạc nội địa là tìm kiếm sự an tâm và sự quen thuộc.
3. Một cách giải thích khác cho lệch lạc nội địa là lợi thế thông tin, quan điểm này được củng cố bởi bằng chứng về tính hiệu quả của đầu tư địa phương ở một số nhà quản lý quỹ và nhà đầu tư nhỏ lẻ.
4. Tình huống điển hình khiến một số nhà đầu tư nghĩ rằng các công ty tốt là những khoản đầu tư tốt, trong khi những đặc điểm tích cực được biết đến của công ty đã được phản ánh vào giá cổ phiếu.
5. Do hiệu ứng tức thì, các nhà đầu tư có xu hướng chạy theo cổ phiếu và quỹ đầu tư có thành quả tốt. Trong khi có một số bằng chứng cho thấy quán tính giá trung hạn (3-12 tháng), trong dài hạn (3-5 năm) lại cho thấy sự đảo ngược.
6. Lệch lạc sẵn được chứng minh khi nhà đầu tư có xu hướng mua các cổ phiếu có sẵn tin tức.
7. Neo quyết định xuất hiện trong nghiên cứu cho thấy việc định giá bất động sản được neo vào giá niêm yết.

CÂU HỎI THẢO LUÂN

1. Phân biệt các thuật ngữ/khái niệm sau:
 - a. Công ty tốt và cổ phiếu tốt
 - b. Người theo đuổi quán tính giá và những người đi ngược quán tính giá

- c. Sự đa dạng hóa quốc tế và sự đa dạng hóa nội địa
- d. Neo và bầy đàn
- 2. Trong một mô hình hồi quy giá trị đầu tư dài hạn (LTIV) với quy mô (S), chỉ số giá trị số sách trên giá trị thị trường (B/M), và chất lượng quản lý (MQ), các hệ số sau đây được ước tính (tất cả đều có ý nghĩa):

$$\text{LTIV} = -0.86 + 0.15\log(S) - 0.11\log(B/M) + 0.85MQ$$

Thảo luận những vấn đề rút ra được từ mô hình hồi quy này (Mô hình này lấy từ nghiên cứu “Making sense of beta, size, and book-to-market” năm 1995 của Shefrin, H., và M.Statman trong *Journal of Portfolio Management* 21 (số 2), trang 26-34)

- 3. Lệch lạc nội địa có thể giải thích

dựa trên thông tin. Thảo luận.

- 4. Tại Canada có hai ngôn ngữ chính thức, tiếng Pháp và tiếng Anh. Một số doanh nghiệp ở Canada có trụ sở tại Quebec nơi mà tiếng Pháp là ngôn ngữ chính thức. Tuy nhiên, hầu hết doanh nghiệp có trụ sở chính đặt bên ngoài Quebec nơi mà tiếng Anh chiếm ưu thế. Bạn sẽ kỳ vọng người dân Quebec đầu tư nhiều hơn cho các công ty tại Quebec và người khu vực khác đầu tư cho các công ty bên ngoài Quebec hay không? Bạn có nghĩ rằng ngôn ngữ chính thức của các giám đốc điều hành có ảnh hưởng đến sự ưu tiên của nhà đầu tư? Giải thích.
- 5. Neo quyết định tồn tại rất nhiều trong thị trường tài chính. Đưa ra vài dẫn chứng.

CHÚ THÍCH

- 1. French, K. R., và J. M. Poterba, 1991, “Investor diversification and international equity markets”, *American Economic Review* 81, 222-226.
- 2. Trong bối cảnh này, “thế giới” bao gồm 6 quốc gia này.
- 3. French và Poterba tìm thấy rằng vốn cổ phần sở hữu nội địa của thị trường Mỹ là 92.2%; vốn cổ phần sở hữu nội địa của thị trường Nhật là 95.7%; và vốn cổ phần sở hữu nội địa của thị trường Anh là 92.0%. Xem French, K. R., và J. M. Poterba, 1991, “Investor diversification and international equity markets”, *American Economic Review* 81, 222-226.
- 4. Xem Solnik, B., 1974, “An equilibrium model of the international capital market”, *Journal of Economic Theory* 8, 500-524.

5. Mỗi tương quan giữa thị trường các quốc gia ngày càng gia tăng vì nền kinh tế thế giới ngày càng hội nhập. Ngoài ra, khi độ biến động toàn cầu gia tăng, hệ số tương quan cũng tăng. Xem Longin, F., và B. Solnik, 1995, "Is the correlation in international equity returns constant: 1960-1990?", *Journal of International Money and Finance* 14(1), 3-26; và Karolyi, G. A., và R. M. Stulz, 1996, "Why do markets move together? An investigation of U.S.-Japan stock return comovements", *Journal of Finance* 51(3), 951-986.
6. Bằng chứng thử nghiệm chứng minh tầm quan trọng của sự quen thuộc trong việc ra quyết định. Lệch lạc nội địa có thể gia tăng bởi vì các cá nhân cảm thấy thoải mái hơn với những công ty nội địa, bất kể những khác biệt về thông tin hay kiến thức. Xem Ackert, L. F., B. K. Church, J. Tompkins, và P. Zhang, 2005, "What's in a name? An experimental examination of investment behavior", *Review of Finance* 9, 281-304; và Ackert, L. F., và B. K. Church, 2009, "Home bias: Taking comfort in what you know?", *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*.
7. Huberman, G., 2001, "Familiarity breeds investment", *Review of Financial Studies* 14, 659-680.
8. Grinblatt, M., và M. Keloharju, 2001, "How distance, language, and culture influence stockholdings and trades", *Journal of Finance* 56, 1053-1073.
9. Mặc dù những người nói tiếng Phần Lan chiếm tới 93% dân số so với 6% người nói tiếng Thụy Điển, những người nói tiếng Thụy Điển nắm giữ 23% giá trị sở hữu vốn cổ phần của hộ gia đình.
10. Việc chơi chữ này xuất phát từ Huberman, G., 2001, "Familiarity breeds investment", *Review of Financial Studies* 14, 659-680.
11. Tính minh bạch, được đại diện bởi mức độ phủ sóng trên các phương tiện truyền thông (Falkenstein, E. G., 1996, "Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings", *Journal of Finance* 51, 111-135) hay nhận định của nhà phân tích (Ackert, L. F., và G. Athanassakos, 2001, "Visibility, institutional preferences and agency considerations", *Journal of Psychology and Financial Markets* 2(4), 201-209, sẽ làm gia tăng mức độ đầu tư của các định chế.

12. Xem Coval, J. D., và T. J. Moskowitz 1999, "Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios", *Journal of Finance* 54, 145-166; và Coval, J. D., và T. J. Moskowitz, 2001, "The geography of investment: Informed trading and asset prices", *Journal of Political Economy* 109, 811-841.
13. Một cách để "nhập khẩu" dịch vụ cắt tóc là cắt tóc khi đang du lịch ở một đất nước có chi phí lao động thấp.
14. Xem Malkiel, B. G., 1995, "Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991", *Journal of Finance* 50, 549-572.
15. Xem Ivkovic, Z., và S. Weisbenner, 2005, "Local does as local is: Information content of the geography of individual investors' common stock investments", *Journal of Finance* 60, 267-306.
16. Frieder, L., và A. Subrahmanyam, 2005, "Brand perceptions and the market for common stock", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40, 57-85.
17. Benartzi, S., 2001, "Excessive extrapolation and the allocation of 401(k) accounts to company stock", *Journal of Finance* 56, 1747-1764.
18. Shefrin, H., và M. Statman, 1995, "Making sense of beta, size, and book-to-market", *Journal of Portfolio management* 21(2), 26-34.
19. Mặc dù chúng ta sẽ xem xét hành vi của những nhà quản trị doanh nghiệp ở phần sau của cuốn sách này, nhưng ở đây chúng ta nghiên cứu quan điểm của họ dưới tư cách là các nhà đầu tư.
20. Nhiều người lập luận rằng điều này đúng trên cơ sở đã điều chỉnh rủi ro, trong khi những người khác phản bác rằng những nhân tố này thực chất là các nhân tố rủi ro (tranh luận này nằm ở phần sau của cuốn sách).
21. Ackert, L. F., và B. K. Church, 2006, "Firm image and individual investment decisions", *Journal of Behavioral Finance* 7(3), 155-167.
22. Hình ảnh doanh nghiệp thường có tác động tích cực, điều này sẽ được thảo luận trong Chương 10.
23. Frieder, L., và A. Subrahmanyam, 2005, "Brand perceptions and the market for common stock", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40, 57-85.
24. Xem Covel, M., 2004, *Trend Following: How Great Traders Make Millions in Up and Down Markets* (Financial Times Prentice Hall, London, U.K.).

25. De Bondt, W. F. M., 1998, "A portrait of the individual investor", *European Economic Review* 42, 831-844.
26. Xem Sirri, E. R., và P. Tufano, 1998, "Costly search and mutual fund flows", *Journal of Finance* 53, 1589-1622.
27. Kim, K. A., và J. R. Nofsinger, 2002, "The behavior and performance of individual investors in Japan", Working paper.
28. Những người lao động này có lương hưu DC. Xem Deaves, R., 2005, "Flawed self-directed retirement account decision making and its implications", *Canadian Investment Review* (Spring), 6-15.
29. Benartzi, S., 2001, "Excessive extrapolation and the allocation of 401(k) accounts to company stock", *Journal of Finance* 56, 1747-1764.
30. Jegadeesh, N., và S. Titman, 1993, "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency", *Journal of Finance* 48, 65-91. Về tỷ suất sinh lợi dài hạn và vấn đề giả thuyết không thể kiểm định, xem Loughran, T., và J. R. Ritter, 2000, "Uniformly least powerful tests of market efficiency", *Journal of Financial Economics* 55, 361-389.
31. De Bondt, W. F. M., và R. Thaler, 1985, "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance* 40, 793-807.
32. Barber, B., và T. Odean, 2000, "All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors", *Review of Financial Studies* 21(2), 785-818.
33. Northcraft, G. B., và M. A. Neale, 1987, "Experts, amateurs and real estate: An anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions", *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 39, 84-97.
34. Welch, I., 2000, "Herd among security analysts", *Journal of Financial Economics* 58, 369-396; và Jegadeesh, N., và W. Kim, 2007, "Do analysts herd? An analysis of recommendations and market reactions", Working paper.
35. Xem Chen, Q., và W. Jiang, 2006, "Analysts' weighting of private and public information", *Review of Financial Studies* 19, 319-355.
36. De Bondt, W. F. M., và W. P. Forbes, 1999, "Herd in analyst earnings forecasts: Evidence from the United Kingdom", *European Financial Management* 5, 143-163; và Aretz, K., M. Naujoks, A. Kerl, và A. Walter, 2007, "Do German security analysts herd?", Working paper.

ẢNH HƯỚNG CỦA SỰ QUÁ TỰ TIN TRONG CÁC QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH

CHƯƠNG

9

9.1 GIỚI THIỆU

Như chúng ta đã thấy trong Chương 5, sự quá tự tin bị xem là “**dịch bệnh - pandemic**” trong xã hội. Trong chương này, chúng ta sẽ chỉ ra mức độ tác động của xu hướng hành vi này đối với những quyết định tài chính. Như trong chương trước, trọng tâm vẫn sẽ là các nhà đầu tư và những người tham gia khác trên thị trường. Tiếp đó trong Chương 16, chúng ta sẽ xem xét những người chủ doanh nghiệp và các nhà quản trị doanh nghiệp có thể bị tác động như thế nào. Trong Chương 13, chúng ta sẽ thấy sự quá tự tin đóng một vai trò trung tâm trong các mô hình giải thích các bất thường của thị trường.

Trong phần 9.2, những biểu hiện khác nhau của sự quá tự tin có tương quan với giao dịch quá mức. Chúng ta sẽ bắt đầu từ một mô hình đơn giản minh họa cho mối liên hệ giữa sự quá tự tin và hoạt động giao dịch và sau đó xem xét những bằng chứng thực tế đến từ các thị trường, các cuộc khảo sát và thí nghiệm. Tiếp đến chúng ta sẽ xem xét đến số liệu nhân khẩu học và tính động của tâm lý quá tự tin trong một bối cảnh tài chính ở phần 9.3. Một vài nhóm (chẳng hạn như nam giới) có khuynh hướng thể hiện sự quá tự tin cao hơn các nhóm khác. Ngoài ra, chúng ta cũng nghiên cứu liệu sự quá tự tin có thể “học” từ những kinh nghiệm quá khứ trong thị trường hay không. Phần 9.4 khám phá những bằng chứng về mối liên hệ giữa sự quá tự tin, sự đa dạng hoá dưới mức (underdiversification) và chấp nhận rủi ro quá mức. Cuối cùng, phần 9.5 trình bày ngắn gọn về những bằng chứng cho thấy các nhà phân tích thể hiện sự quá lạc quan. Điều này có vẻ mang tính tâm lý học nhiều hơn và sẽ được thảo luận kỹ hơn trong Chương 12 khi chúng ta xem xét lại những hành vi tài chính của nhóm các nhà phân tích này.

9.2 SỰ QUÁ TỰ TIN VÀ GIAO DỊCH QUÁ MỨC

Có những minh chứng cho thấy sự quá tự tin của nhà đầu tư dẫn đến hoạt động giao dịch quá mức. Vài mô hình lý thuyết được xây dựng để đưa đến kết quả này. Để minh họa cho các mô hình này, chúng ta sẽ bắt đầu với một mô hình đơn giản thể hiện sự liên kết giữa sự quá tự tin và hoạt động giao dịch.

NHỮNG NHÀ GIAO DỊCH QUÁ TỰ TIN: MÔ HÌNH ĐƠN GIẢN

Xem xét câu đối với một chứng khoán cụ thể. Ở cấp độ cá nhân, câu sẽ là một hàm số của giá trị ước lượng của nhà đầu tư về giá trị (nội tại) của chứng khoán. Nếu nhà đầu tư tin rằng giá trị chứng khoán cao hơn giá thị trường hiện tại, anh ta sẽ mong muốn nắm giữ nhiều chứng khoán hơn là khi chứng khoán được định đúng giá. Gọi q_n là số lượng cổ phiếu ở mức cân bằng nghĩa là tại đó nhà đầu tư sẽ nắm giữ chứng khoán có giá và giá trị bằng nhau.¹ Nếu giá trị lớn hơn giá thị trường, nhà đầu tư muốn nắm giữ nhiều hơn q_n cổ phiếu. Ngược lại, nếu giá trị cổ phiếu thấp hơn giá thị trường, nhà đầu tư muốn nắm giữ ít hơn q_n cổ phiếu.

Sự khác biệt giữa các nhà đầu tư là việc họ phản ứng khác nhau với giá cổ phiếu khi mà nó chêch đi so với giá trị ước tính của họ. Để hiểu được tác động của những mức giá khác nhau đối với số lượng cổ phiếu mong muốn nắm giữ, chúng ta bắt đầu với một cơ chế ước tính giá trị cổ phiếu. Đầu tiên giả định rằng bởi vì có nhiều nhà đầu tư tham gia thị trường nên tất cả sẽ là người chấp nhận giá.² Ngoài ra, chúng ta sẽ giả định rằng khi ước tính giá trị, một nhà đầu tư dùng hai loại thông tin, ý kiến của anh ta (giá trị lúc đầu – prior value) và giá thị trường (trung bình có trọng số mức giá của tất cả các nhà đầu tư) như sau:

9.1

$$v_i = \alpha_i v_i^* + (1 - \alpha_i)p \quad 0 \leq \alpha_i \leq 1$$

Trong đó v_i là giá trị ước tính (lúc sau) của nhà đầu tư i , v_i^* là giá ước tính lúc đầu của nhà đầu tư đó, p là giá thị trường, và α_i là trọng số mà nhà đầu tư i đặt cho giá trị ước lượng lúc đầu của mình so với giá thị trường. α_i càng cao nghĩa là trọng số nhà đầu tư gán cho ý kiến của mình càng cao. Bởi vì có một số lượng lớn các quan điểm của nhà đầu tư trên thị trường xác định nên mức giá p , do đó bất kỳ giá trị nào của α_i lớn hơn 0 một chút cũng cho thấy sự quá tự tin, giá trị α_i cao hơn cho thấy sự

tự tin nhiều hơn. Sự quá tự tin được đề cập đến ở đây chủ yếu là sự ước lượng sai, ngũ ý nhà đầu tư đã có một cái nhìn phóng đại tính chính xác trong thông tin (hay quan điểm) của mình. Hiệu ứng tốt hơn trung bình, cảm giác của nhà đầu tư cho rằng họ có thể ước tính giá trị cổ phiếu tốt hơn so với những người khác, cũng có thể đóng một vai trò ở đây.

Hãy xem xét phương trình 9.1 để thấy nhu cầu cổ phiếu. Giả sử đường cong hàm cầu có thể được viết lại như sau:

9.2

$$q_i = q_n + \theta(v_i - p), \quad \theta > 0$$

Trong đó, q_i là cầu của nhà đầu tư i và θ là độ nhạy cảm của cầu với sự khác nhau giữa giá trị ước lượng lúc sau và giá thị trường.³ Thế phương trình 9.1 vào 9.2:

9.3

$$q_i = q_n + \theta a_i (v_i^* - p)$$

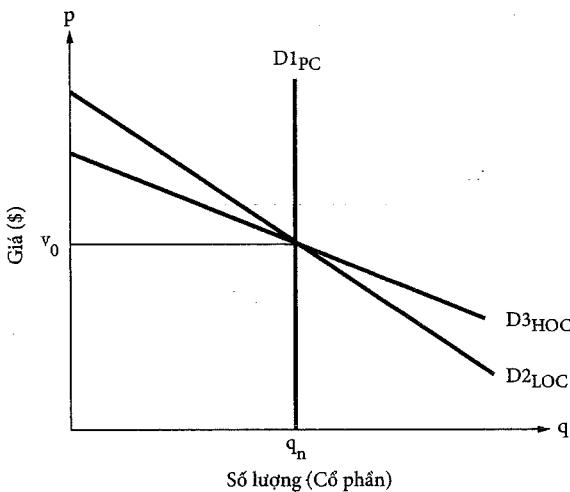
Đạo hàm q_i theo p ta được:

9.4

$$\partial q_i / \partial p = -\theta a_i$$

Mức độ quá tự tin của nhà đầu tư (a_i) càng cao, thì phản ứng của mức cầu khi giá thay đổi càng lớn. Khi a_i tiến gần đến 1, điều đó có nghĩa là giá thị trường không có tác động, $\partial q_i / \partial p$ càng gần với $-\theta$. Ngược lại, khi a_i tiến dần về 0, cầu thay đổi rất ít khi giá thay đổi.

Chúng ta qui ước đường cầu với p trên trục y và q trên trục x . Như vậy, mức độ tự tin của nhà đầu tư (a_i) càng cao thì đường cầu ít dốc hơn. Và khi a_i tiến về 0 thì đường cầu trở nên dốc đứng. Hình 9.1 thể hiện trường hợp của ba nhà đầu tư. Đồ thị này minh họa những đường cầu của họ đối với một chứng khoán cho trước. Những đường này là $D1_{PC}$, $D2_{LOC}$, và $D3_{HOC}$, trong đó PC là “ước lượng đúng”, LOC thể hiện mức độ quá tự tin thấp, HOC thể hiện mức độ quá tự tin cao. Như đã thảo luận, nhà đầu tư có mức độ quá tự tin cao hơn là người có sự tin tưởng mạnh mẽ hơn vào khả năng đánh giá đúng giá trị chứng khoán của mình. Ba nhà đầu tư có sự tương đồng ở một số khía cạnh. Tất cả họ đều phân tích chứng khoán và đưa ra những giá trị ước lượng lúc đầu như nhau, đó chính là v_0 trong hình. Vì lý do này mà giá cân bằng (và tất cả giá trị ước tính lúc sau) đều bằng v_0 . Điều này giải thích tại sao ba đường cầu của ba nhà đầu tư cắt nhau tại (q_n , v_0)

Hình 9.1 Đường cầu chứng khoán dưới dạng hàm số của sự quá tự tin

Một nhà đầu tư (đường cầu là $D1_{PC}$) có đường cầu thẳng đứng. Với người này, $a_i = 0$. Hai nhà đầu tư khác đường cầu có độ dốc âm, ngụ ý rằng khi giá thấp hơn thì cầu tăng, giá cao hơn thì cầu giảm. Cả hai nhà đầu tư này đều có a_i dương, chú ý rằng $a_3 > a_2$. Trong khi nhà đầu tư thứ hai chú ý một phần thì nhà đầu tư thứ ba lại rất chú ý đến quan điểm riêng của mình. Vì nhà đầu tư thứ ba bị tác động bởi sự khác biệt giữa giá cả và giá ước lượng trước đó của mình nhiều hơn so với nhà đầu tư thứ hai, nên nhà đầu tư thứ ba có mức độ quá tự tin cao hơn. Nhà đầu tư thứ ba đặt một trọng số nhỏ lên giá thị trường và tin tưởng vào giá ước tính trước đó của mình nhiều hơn. Vì vậy, khi giá thị trường tăng, anh ta phản ứng bằng sự điều chỉnh giảm nhu cầu nhiều hơn so với nhà đầu tư thứ hai. Tương tự, khi giá thị trường điều chỉnh giảm, nhà đầu tư thứ ba phản ứng một cách mạnh mẽ hơn nhà đầu tư thứ hai bằng sự gia tăng tương đối lớn hơn trong lượng cầu.

Chúng ta hãy dùng mô hình này làm sáng tỏ vai trò của sự quá tự tin đối với hoạt động giao dịch và sự biến động thị trường. Để làm điều này chúng ta giả định rằng đường nhu cầu của ba nhà đầu tư như sau:

9.5

$$q_1 = 100 \text{ (nhà đầu tư 1)}$$

9.6

$$p = 20 - 0.1 * q_2 \text{ (nhà đầu tư 2)}$$

9.7

$$p = 15 - 0.05 * q_3 \text{ (nhà đầu tư 3)}$$

Chú ý rằng những nhà giao dịch càng quá tự tin thì đường cầu theo giá càng ít dốc, tức phản ứng với giá nhiều hơn (ví dụ độ dốc 9.6 thì nhỏ hơn

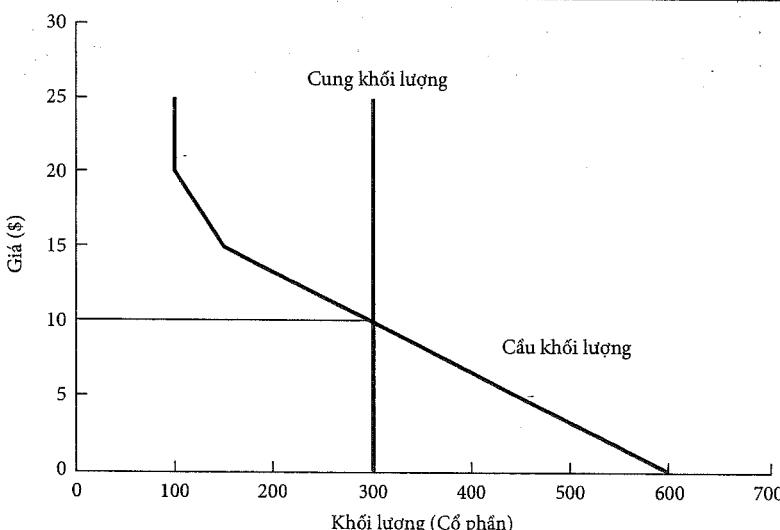
9.7). Hình 9.2 thể hiện đường tổng cung và tổng cầu trong cùng một đồ thị. Tổng cung cổ phiếu là 300. Đường tổng cầu là tổng cộng theo hàng ngang các đường cầu cá nhân. Tại mức giá \$20 và lớn hơn, nhà đầu tư thứ nhất có nhu cầu là 100 cổ phiếu và các nhà đầu tư khác không có nhu cầu nắm giữ; khi giá nằm giữa \$20 và \$15, nhà đầu tư thứ nhất tiếp tục có nhu cầu là 100 cổ phiếu, nhà đầu tư thứ hai có nhu cầu lớn hơn 0 và mức cầu giảm dần khi giá tăng; tại một mức giá thấp hơn nữa, tất cả các nhà đầu tư đều có nhu cầu lớn hơn 0. Tổng cung và tổng cầu cắt nhau tại mức giá bằng \$10, tại đó $v_0 = p$ và $q_n = q_1 = q_2 = q_3 = 100$

Định kì, nhà đầu tư ước lượng lại giá trị ước tính ban đầu của họ. Nhiều người sẽ làm điều này khi tin tức quan trọng xuất hiện. Để giữ cho ví dụ đơn giản, giả định rằng một nhà đầu tư thay đổi ước tính giá trị của mình sau khi phân tích kỹ lại chứng khoán (phân tích lần 2). Cụ thể, giả định nhà đầu tư thứ hai tin rằng cổ phiếu có giá trị cao hơn. Điều này thể hiện bằng việc đường cầu của nhà đầu tư thứ hai dịch chuyển song song lên trên \$5. Đường cầu mới cho nhà đầu tư này là:

9.8

$$p = 25 - 0.1 * q_2 \text{ (nhà đầu tư 2 – kịch bản 1)}$$

Lưu ý rằng đây là kịch bản 1. Hình 9.3 biểu diễn sự thay đổi của đường tổng cầu. Không có gì ngạc nhiên, đường tổng cầu dịch chuyển lên trên. Giá cả cân bằng mới là \$11.67. Mức giá này là trung bình có trọng số của ba giá trị ước tính – trong khi hai nhà đầu tư còn lại vẫn tin giá chứng khoán nên là \$10, người thứ ba thì nghĩ là \$15.

Hình 9.2 · Tổng cung và tổng cầu

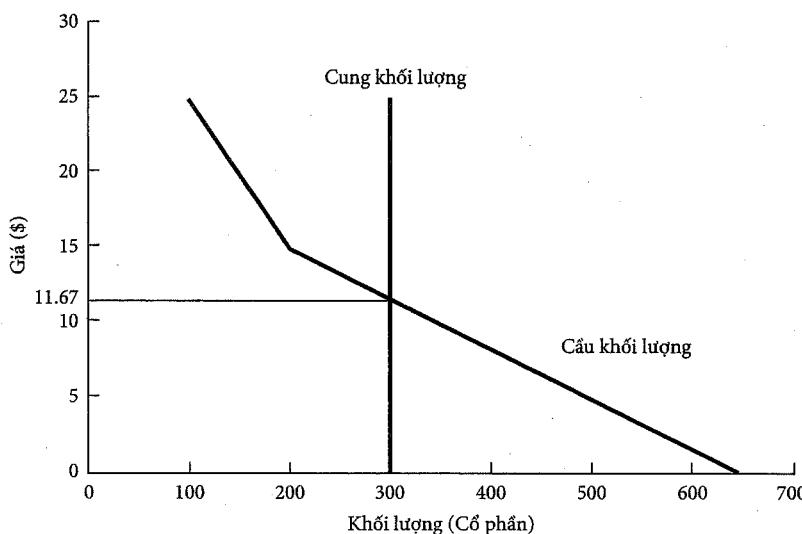
Để đánh giá vai trò của sự quá tự tin, chúng ta thay đổi tình huống một lần nữa bằng cách tăng mức độ quá tự tin của một nhà giao dịch (từ tình huống ban đầu lúc tất cả đều chọn \$10), đây là kịch bản 2. Chúng ta có như sau:

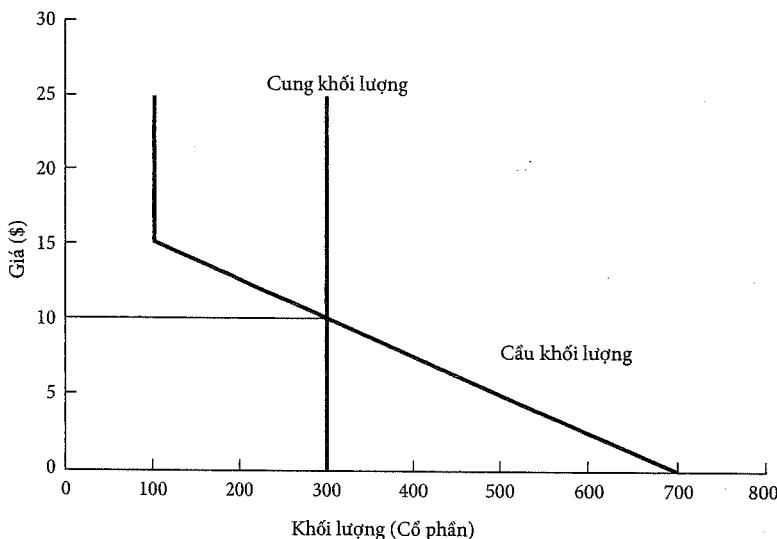
9.9

$$p = 15 - 0.05 * q_2 \text{ (Nhà đầu tư 2 – kịch bản 2)}$$

Nhà đầu tư thứ hai bây giờ có đường cầu giống nhà đầu tư thứ ba, điều này ám chỉ họ có cùng mức độ quá tự tin. Hình 9.4 minh họa giá cân bằng ban đầu, \$10, cũng vẫn như trước, tất cả các nhà đầu tư vẫn tin rằng giá chứng khoán là \$10.

Hình 9.3 Mức cân bằng thị trường sau khi định giá lại (kịch bản 1)



Hình 9.4 Tổng cung và tổng cầu (kịch bản 2)

Sự khác biệt sẽ rõ ràng hơn nếu chúng ta xét đến kịch bản 3, là kết hợp cả kịch bản 1 và 2, nghĩa là nhà đầu tư thứ hai vừa có sự quá tự tin hơn trước và còn tăng giá trị ước tính lên \$5. Đường cầu mới của nhà đầu tư này sẽ là:

9.10

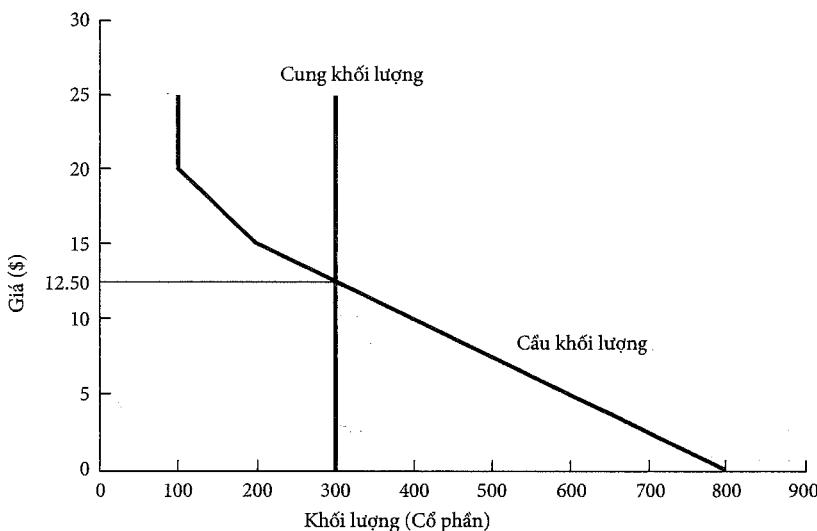
$$p = 20 - 0.05 * q_2 \text{ (Nhà đầu tư 2 – kịch bản 3)}$$

Hình 9.5 cho thấy, một lần nữa không ngạc nhiên khi giá cổ phiếu tăng lên, lần này là \$12.50. Chú ý rằng mức tăng thì cao hơn trước vì nhà đầu tư với quan niệm cực đoan, trở nên quá tự tin hơn, sẵn sàng tin vào quan điểm của mình và thực hiện giao dịch trên cơ sở này. Giá cổ phiếu vẫn là trung bình theo tỷ trọng của ba giá trị ước tính, nhưng nhà đầu tư với quan điểm cực đoan sẽ có ảnh hưởng lớn đến giá bởi họ sẵn lòng thực hiện nhiều giao dịch hơn. Điều này cũng cho thấy một sự đánh giá lại giá trị theo hướng giảm xuống cũng có tác động tương tự nhưng theo hướng ngược lại. Bài học đầu tiên là sự biến động sẽ gia tăng cùng với sự quá tự tin. Việc đánh giá lại giá trị như nhau sẽ dẫn đến một sự gia tăng lớn hơn trong giá cổ phiếu, khi một trong số các nhà đầu tư quá tự tin hơn.

Bài học thứ hai là sự quá tự tin sẽ làm tăng hoạt động giao dịch – cũng như tăng khối lượng giao dịch trên thị trường. Giả định rằng tất cả nhà đầu tư đều bắt đầu với 100 cổ phiếu (mức nắm giữ ban đầu), trong kịch bản thứ nhất, nhà đầu tư thứ hai – người trở nên lạc quan hơn, sẽ gia tăng

mức nắm giữ lên 133.33 cổ phiếu. Số cổ phiếu tăng lên này đi kèm với việc bán 33.33 cổ phiếu của nhà đầu tư thứ ba. Ngược lại đối với tình huống 3. Trong trường hợp này, nhà đầu tư thứ 2 tăng khối lượng nắm giữ lên 150 cổ phiếu, mua ròng 50 cổ phiếu. Điều này đi kèm với việc bán 50 cổ phiếu của nhà đầu tư thứ ba. Như vậy, mức độ quá tự tin tăng lên đồng hành với việc giao dịch nhiều hơn.

Hình 9.5 Mức cân bằng thị trường sau khi định giá lại (kịch bản 3)



Mặc dù ví dụ này đơn thuần có ý gợi mở, nó cũng nhất quán với các mô hình lý thuyết phức tạp. Chẳng hạn Terrance Odean đã đưa ra một mô hình, trong đó nhà đầu tư nhận được những tín hiệu nhiều về giá trị tương lai của cổ phiếu.⁴ Mặc dù các nhà đầu tư nhận ra rằng những thông tin và quan điểm của họ không hoàn hảo, họ vẫn tin rằng mình có khả năng đánh giá cổ phiếu chính xác hơn so với khả năng thực tế. Nói cách khác, họ quá tự tin, theo ý nghĩa là ước lượng sai.

Một vài dự đoán được rút ra từ mô hình của Odean, phù hợp với ví dụ về sự quá tự tin được trình bày ở đây, đó là: 1/ Khối lượng giao dịch kỳ vọng tăng khi sự quá tự tin gia tăng; 2/ Độ biến động của giá cổ phiếu tăng cùng tâm lý quá tự tin. Một vài kết quả đáng chú ý khác cũng xuất hiện: 3/ Sự quá tự tin làm ảnh hưởng xấu đến giá trị, tức là ước lượng giá trị trở nên không chính xác; và 4/ Những nhà giao dịch quá tự tin có hữu dụng kỳ vọng thấp hơn những người ước lượng đúng. Dự đoán thứ ba đến từ một thực tế là các quan điểm phân tán đôi lúc nhận được trọng số cao hơn

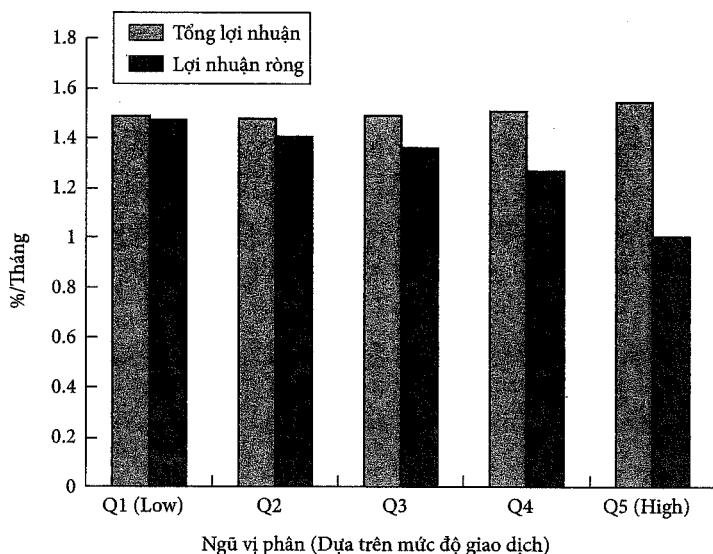
nếu nhà đầu tư có nguồn vốn dồi dào và cực kỳ quá tự tin. Dự đoán thứ tư đến từ việc nhà đầu tư chấp nhận rủi ro vượt trội so với những người có ước lượng tốt.

BẰNG CHỨNG THỰC TẾ

Liệu những dự đoán trên có được chứng minh bằng thực tế không? Brad Barber và Terrance Odean điều tra thành quả của những nhà đầu tư cá nhân bằng cách nghiên cứu lịch sử giao dịch của hơn 60.000 nhà đầu tư Mỹ từ một nhà môi giới chiết khấu trong giai đoạn 1991 - 1996.⁵ Mục tiêu của họ là xem xét liệu các giao dịch của những nhà đầu tư này có hợp lý hay không, tức xét theo góc độ các quyết định giao dịch này có giúp nhà đầu tư cải thiện thành quả của danh mục. Hãy nghĩ tại sao một giao dịch thị trường có ý nghĩa. Ví dụ, giả sử bạn bán một cổ phiếu và dùng số tiền đó để mua một cổ phiếu khác, và trong quá trình này bạn phải chịu phí giao dịch \$200. Giao dịch này chỉ hợp lí nếu bạn mong đợi tạo ra một mức lợi nhuận cao hơn – ít nhất là cũng đủ bù đắp phí giao dịch. Thực tế, nhà đầu tư cá nhân thực hiện rất nhiều giao dịch. Trong nghiên cứu của mình, Barber và Odean phát hiện rằng, trung bình các nhà đầu tư giao dịch trên 75% giá trị danh mục của họ hàng năm. Tức là, những nhà đầu tư điển hình nắm giữ một danh mục \$100,000, trong một năm sẽ giao dịch với giá trị \$75,000.

Barber và Odean chia mẫu những nhà đầu tư thành năm phân vị bằng nhau, căn cứ vào giá trị giao dịch của danh mục. Cụ thể là, 20% nhà đầu tư ít giao dịch nhất được xếp vào phân vị 1, 20% nhà đầu tư giao dịch ít thứ hai được xếp vào phân vị 2, tương tự cho tới phân vị 5 – nhóm nhà đầu tư giao dịch nhiều nhất. Xem xét tất cả các nhóm này, những người ít giao dịch nhất chỉ giao dịch 0.19% giá trị danh mục mỗi tháng – tức ít hơn 3%/năm. Nhóm giao dịch nhiều nhất có giá trị giao dịch trên giá trị danh mục lên đến 21.49%/tháng – tức hơn 300%/năm. Hình 9.6 trình bày tỷ suất sinh lợi gộp hàng tháng và tỷ suất sinh lợi ròng (tỷ suất sinh lợi sau khi trừ đi phí giao dịch) của 5 phân vị. Tỷ suất sinh lợi của tất cả các phân vị (cả tỷ suất sinh lợi gộp và ròng) khá cao trong giai đoạn này, vì thị trường chứng khoán nhìn chung hoạt động khá tốt.

Hình 9.6 Tỷ suất lợi nhuận gộp và ròng của các nhóm với các mức độ giao dịch khác nhau



Ngũ vị phân (Dựa trên mức độ giao dịch)

Nguồn: Barber, B., và T. Odean, 2000, "Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors", *Journal of Finance* 55, 773-806.

Liệu có phải tất cả những giao dịch này đều mang lại giá trị? Liệu các giao dịch này dựa trên các thông tin tốt hơn thực sự hay chỉ dựa trên *quản điểm* là các thông tin này tốt hơn (nghĩa là thông tin sai lệch)? Quan sát kỹ đồ thị chúng ta sẽ nhận thấy rằng, mặc dù giao dịch tăng thêm dẫn đến một sự gia tăng rất nhỏ trong lợi nhuận gộp từ đầu tư, nhưng lợi nhuận ròng thì giảm sút. Nói cách khác hầu hết các giao dịch là không có ích. Bằng chứng do Barber và Odean đưa ra cho thấy các giao dịch không dựa trên cơ sở thông tin tốt hơn, mà thường bị ảnh hưởng bởi sự sai lệch thông tin. Mặc dù không thể chứng minh đích xác sự quá tự tin là nguyên nhân nhưng quan điểm này dường như khá hợp lí.

Trong khi hình 9.6 thể hiện tỷ suất sinh lợi thô (raw returns), đôi lúc tỷ suất sinh lợi cao vì rủi ro cao hơn và nhà đầu tư đơn thuần chỉ là đang được tưởng thưởng một cách hợp lý cho rủi ro mà họ gánh chịu. Nếu một nhà đầu tư kiểm được tỷ suất sinh lợi trung bình cao hơn chỉ bởi vì rủi ro cao hơn, điều này không phản ánh bất kỳ kỹ năng lựa chọn chứng khoán nào. Sau khi điều chỉnh rủi ro trong tỷ suất sinh lợi, Barber và Odean phát hiện thấy các kết quả của họ hoàn toàn tương tự những gì trình bày trong bảng 9.6. Đối với tất cả các nhà đầu tư, tỷ suất sinh lợi đã điều chỉnh rủi ro hằng năm (sau khi loại bỏ phí giao dịch, chênh lệch giá mua bán, và rủi

ro khác) thì thấp hơn tỷ suất sinh lợi thị trường trên 3.00%. 20% nhà đầu tư giao dịch nhiều nhất lại có thành quả đầu tư (tỷ suất sinh lợi đã điều chỉnh rủi ro) thấp hơn thị trường khoảng 10% mỗi năm.

BẰNG CHỨNG TỪ KHẢO SÁT VÀ THÍ NGHIỆM

Mặc dù nghiên cứu của Barber và Odean là một công trình quan trọng, nhưng nó vẫn có hạn chế không thể tránh khỏi. Họ khó khăn trong việc khám phá rõ ràng mối liên hệ tiềm ẩn giữa quá tự tin và hoạt động giao dịch thông qua việc sử dụng dữ liệu thị trường, vì thông thường không tồn tại dữ liệu đo lường tâm lý của nhà đầu tư cá nhân (hay thị trường).

Các nghiên cứu mới tìm cách giải quyết vấn đề này. Ví dụ, Markus Glaser và Martin Weber kết hợp các dữ liệu sẵn có với thông tin suy luận ra từ một cuộc khảo sát.⁶ Sử dụng dữ liệu giao dịch từ tài khoản môi giới trên mạng và dữ liệu đo lường tâm lí thu được từ việc trả lời bản câu hỏi qua mạng của cùng các nhà đầu tư trên, họ liên kết các thước đo hoạt động giao dịch khác nhau với các thước đo tâm lý quá tự tin. Mặc dù có những bằng chứng chắc chắn cho thấy những người phụ thuộc vào hiệu ứng tốt hơn trung bình tiến hành giao dịch nhiều hơn, nhưng cũng có rất ít bằng chứng tương ứng cho thấy điều này khi tâm lý quá tự tin được đo lường dựa trên các bài kiểm tra sự ước lượng.⁷

Theo cách tương tự, Mark Grinblatt và Matti Keloharju điều tra xem liệu hoạt động giao dịch, dựa trên một nguồn dữ liệu toàn diện về giao dịch cổ phiếu ở Phần Lan, có liên quan với sự quá tự tin và xu hướng **tìm kiếm cảm giác (sensation seeking)**.⁸ Tìm kiếm cảm giác là một đặc tính cá nhân, chia làm bốn dạng: tìm kiếm cảm giác hồi hộp và mạo hiểm (nghĩa là, mong muốn tham gia vào những hoạt động ly kỳ và nguy hiểm); tìm kiếm kinh nghiệm (mong muốn có một trải nghiệm thú vị và mới mẻ, dù bất hợp pháp); tính bộc phát (những hành vi mất kiểm chế xã hội); và nhạy cảm với sự nhảm chán (không thích sự tái diễn các kinh nghiệm đã có được).⁹ Chúng ta có thể kỳ vọng vào việc những người có xu hướng tìm kiếm cảm giác có giao dịch cao vượt trội, do sự mới lạ có được khi trải nghiệm giao dịch và các chứng khoán mới trong danh mục của họ. Trong nghiên cứu của Grinblatt-Keloharju, sự tìm kiếm cảm giác của một cá nhân được đại diện bởi số lượng vé phạt chạy quá tốc độ. Người ta có thể cho rằng điều này chỉ thể hiện được khía cạnh tìm kiếm cảm giác mạo hiểm và hồi hộp. Một thước đo của sự quá tự tin được cung cấp từ hồ sơ tâm lý

học được thực hiện cho tất cả nam giới Phần Lan khi tham gia nghĩa vụ quân sự. Mặc dù các chi tiết chính xác không được công bố rộng rãi nhưng phương pháp đo lường sự quá tự tin này dường như gần với hiệu ứng tốt hơn trung bình. Các tác giả kết luận rằng hoạt động giao dịch có tương quan dương với cả sự quá tự tin và xu hướng tìm kiếm cảm giác trong mẫu nghiên cứu của mình.

Trong một nghiên cứu thí nghiệm, Bruno Biais, Denis Hilton, Karine Mazuier và Sébastien Pouget xem xét tầm ảnh hưởng của hai đặc điểm tâm lí, sự quá tự tin - dựa trên bài kiểm tra ước lượng, và **tự kiểm soát (self-monitoring)**, tức là khuynh hướng chú tâm vào các tín hiệu giao tiếp xã hội và tự điều chỉnh hành vi cho phù hợp.¹⁰ Cả hai thước đo được thực hiện trước khi các sinh viên tham gia vào một chuỗi các phiên giao dịch. Họ thấy rằng mặc dù sự quá tự tin không dẫn đến sự tăng đáng kể trong cường độ giao dịch, nhưng nó dẫn đến sự giảm sút đáng kể trong lợi nhuận. Ngược lại, sự tự kiểm soát cao mang lại lợi nhuận giao dịch tương đối cao hơn.

Trong một thí nghiệm khác, các nhà nghiên cứu đã khám phá mối liên hệ giữa hoạt động giao dịch (số lần giao dịch) và sự ước lượng sai – đại diện cho sự quá tự tin, hiệu ứng tốt hơn trung bình, và ảo tưởng kiểm soát.¹¹ Cách tiếp cận của các tác giả này mới lạ ở chỗ thiết kế thí nghiệm làm cho những nhà giao dịch quá tự tin có xu hướng tin rằng những tín hiệu mà họ có được chứa nhiều thông tin hơn so với tín hiệu của những người khác. Trong nghiên cứu thí nghiệm trước đó, khi thông tin nội bộ được cung cấp, không có bất cứ sự khác biệt nào trong chất lượng thông tin, hoặc nếu có thì các thông tin này đều được phân ngẫu nhiên. Họ lấy ra tín hiệu riêng từ các thị trường, ở đó nhiều người thường tạo thông tin cho riêng họ sau một vài phân tích.

Xem bảng 9.1, hồi quy (1) cho thấy cả ước lượng sai và hiệu ứng tốt hơn trung bình đều dẫn đến giao dịch nhiều hơn. Ảo tưởng kiểm soát không có tác động đáng kể. Hồi quy (2) cho thấy các yếu tố khác quyết định hoạt động giao dịch ngoài các thước đo của sự quá tự tin. Những nhà giao dịch lớn tuổi (p -value = 0.016) có nền tảng kiến thức tài chính tốt (p -value = 0.003) giao dịch ít hơn. Ngược lại, những người có kinh nghiệm giao dịch thực tế cảm thấy thoải mái khi hành động và giao dịch nhiều hơn (p -value = 0.023).¹²

9.3 NHÂN KHẨU HỌC VÀ TÍNH ĐỘNG CỦA TÂM LÝ QUÁ TỰ TIN

GIỚI TÍNH VÀ SỰ QUÁ TỰ TIN TRONG LĨNH VỰC TÀI CHÍNH

Trong Chương 5, nam giới thường có khuynh hướng quá tự tin hơn nữ giới. Phải chăng điều này cũng đúng trong lĩnh lực tài chính? Câu trả lời là có. Barber và Odean, sử dụng bộ dữ liệu thảo luận trong phần trước, đã khám phá ra vai trò của giới tính trong việc đưa ra quyết định đầu tư.¹³ Họ thống kê, trung bình, nam giới giao dịch nhiều hơn 45% so với nữ giới, do vậy chịu mức phí giao dịch cao hơn. Mặc dù cả hai đều làm giảm tỷ suất sinh lợi ròng khi giao dịch nhưng sụt giảm trong tỷ suất sinh lợi ròng của nam giới cao hơn nữ giới 0.94%. Sự khác biệt giữa nam giới độc thân và nữ giới độc thân còn rõ nét hơn, với nam giới độc thân giao dịch nhiều hơn 67%, và sự sụt giảm trong tỷ suất sinh lợi ròng nhiều hơn 1.44% so với nữ giới.

Bảng 9.1

Bảng hồi quy hoạt động giao dịch theo các biến đo lường sự quá tự tin và nhân khẩu học

Biến độc lập	Hồi quy 1	Hồi quy 2
Hàng số	-8.854 (0.509)	43.908 (0.026)
CBO	49.673 (0.008)	40.499 (0.023)
BTA	1.008 (0.027)	0.700 (0.164)
IoC	-2.611 (0.152)	
AGE		-1.818 (0.016)
EDUC		-0.794 (0.003)
EXP		16.454 (0.023)
R ²	hiệu chỉnh	13.8% (9.5%)
		27.5% (18.5%)

Nguồn: Deaves R., E. Luders, and G. Y. Luo, 2008, "An expiremental test of the impact of overconfidence and gender om trading activity", *Review of Finance*.

Ghi chú: Bảng này cho thấy các hệ số và p-value từ mô hình hồi quy giữa hoạt động giao dịch cá nhân với tâm lý quá tự tin – dựa trên sự ước lượng (Calibration-based overconfidence – CBO), hiệu ứng tốt hơn trung bình (Better than Average - BTA), ảo tưởng kiểm soát (Illustration of Control - IoC), tuổi (AGE), kiến thức tài chính (EDUC), và kinh nghiệm giao dịch (EXP).

Những nghiên cứu khác so sánh hoạt động của những nhà quản trị danh mục đầu tư nam và nữ, những sinh viên kinh doanh nam và nữ cho thấy rất ít khác biệt giữa giới tính, hoạt động giao dịch và sự quá tự tin.¹⁴ Một lý do có thể đưa ra là do kinh doanh và tài chính thường được xem như là lĩnh vực hoạt động của nam giới, do vậy những phụ nữ tham gia lĩnh vực này thường có xu hướng quá tự tin.¹⁵

TÍNH ĐỘNG CỦA TÂM LÝ QUÁ TỰ TIN Ở NHỮNG CHUYÊN GIA THỊ TRƯỜNG

Mặc dù hầu hết những thảo luận trước đây tập trung vào những nhà đầu tư nhỏ lẻ, nhưng không có lí do nào để cho rằng những nhà đầu tư giàu kinh nghiệm là ngoại lệ, ngay cả khi thành công của họ dựa trên một trực giác tốt về kiến thức giới hạn của mình. Trong thị trường tài chính, các chuyên gia thị trường thường được yêu cầu đưa ra những dự báo. Chẳng hạn, những nhà phân tích và các nhà quản trị danh mục, dự báo về doanh thu và thu nhập, và các nhà kinh tế dự báo GDP và mức điểm của thị trường chứng khoán. Đối với những nhà phân tích, những người gánh chịu mâu thuẫn lợi ích khác nhau (chúng ta sẽ thảo luận điều này ở chương sau) có những lí do để đưa ra các dự báo gây nhiều hoài nghi. Tuy nhiên, tranh luận này không đúng với những nhà quản lý tiền - người tìm kiếm các alpha (tỷ suất sinh lợi vượt trội) và những người không có mâu thuẫn về lợi ích, và cũng không đúng với những nhà dự báo vĩ mô và thị trường.

Một lợi thế của việc xem xét các chuyên gia là họ thường công bố những dự báo. Điều này dẫn đến nghi vấn: Liệu những chuyên gia có học được từ những sai lầm và cải thiện sự hiểu biết của họ qua thời gian? Tính động trong tâm lý quá tự tin rõ ràng là một nhân tố quan trọng. Hợp lí khi nghĩ rằng nếu con người nhớ về sự thành công và thất bại một cách rõ ràng và công bằng, thì họ sẽ hướng đến một cái nhìn chính xác qua thời gian. Kinh nghiệm sẽ đem lại sự khôn ngoan. Ngược lại, tính phổ biến và dai dẳng của sự quá tự tin cho thấy nỗ lực loại bỏ nó là yếu. Đôi lúc sự bất đồng nhận thức khiến chúng ta quên đi những điều không vui hay điều gì đó không theo ý muốn.¹⁶ Hơn nữa, như đã thảo luận trước đây, lệch lạc tự quy kết khiến chúng ta nhớ đến thành công trong quá khứ một cách rõ ràng, nếu không có sự tò vò; lệch lạc nhận thức muộn lại khiến chúng ta lý tưởng hóa bộ nhớ của mình về điều mà chúng ta tin hoặc đã dự báo trong quá khứ; lệch lạc tự xác nhận, tức là xu hướng tìm kiếm những bằng chứng thống nhất với niềm tin ban đầu và không chấp nhận những dữ

kiện mâu thuẫn cũng có đóng góp vào điều này.¹⁷ Quan điểm thị trường hiệu quả cứng nhắc của thế giới đường như lập luận rằng những người tự lừa dối chính họ theo cách này sẽ bị loại ra khỏi thị trường, nhưng một số người vẫn hoài nghi điều này.¹⁸

Bản chất động của sự quá tự tin được nhấn mạnh trong một số mô hình lý thuyết. Trong một nghiên cứu đa thời kì của Simon Gervais và Odean, những thành công quá khứ, thông qua cơ chế lạch lạc tự quy kết, làm tăng sự quá tự tin, trong khi những sai lầm của quá khứ có khuynh hướng được giảm bớt mức độ nghiêm trọng.¹⁹ Suy luận ra những người đã sở hữu một số thành công trong lĩnh vực của họ có thể một lúc nào đó thể hiện sự tự tin quá mức nhiều hơn những người chỉ vừa mới gia nhập thị trường. Tuy nhiên, cuối cùng thì những bài học kinh nghiệm cũng sẽ chỉ cho họ thấy kiến thức thực sự của mình.

Có những bằng chứng hỗn hợp về sự quá tự tin ở những chuyên gia. Một nghiên cứu xem xét dữ liệu của các nhà giao dịch trên thị trường giao sau không thể tìm thấy bất cứ chi phí nào liên quan đến hoạt động giao dịch của họ.²⁰ Từ đây, các tác giả suy ra rằng những nhà giao dịch này không quá tự tin. Ngược lại, họ tìm thấy những nhà giao dịch ít kỷ luật thì cũng ít thành công hơn những người khác, chứng tỏ rằng một sự thiếu nguyên tắc có thể phát sinh từ sự phớt lờ một cách quá tự tin những thông tin mới của thị trường.

Trong một nghiên cứu khác xem xét những dự báo của một nhóm chuyên gia ở thị trường Đức.²¹ Những cá nhân này đã được yêu cầu cung cấp những dự đoán về mức giá tương lai của chỉ số DAX (một chỉ số của Đức tương tự như chỉ số Dow) và khoảng tin cậy 90%. Nhóm này đã quá tự tin. Tuy nhiên những hành vi của họ đường như phù hợp với sự nhận thức lý trí hơn là lạch lạc tự quy kết bởi vì người trả lời thu hẹp khoảng tin cậy sau khi thành công bằng với mở rộng khoảng tin cậy sau thất bại. Đồng thời, nghiên cứu này tìm thấy kinh nghiệm thị trường sẽ làm cho sự quá tự tin càng trở nên tồi tệ hơn, điều này cũng phù hợp với quan điểm “học để quá tự tin hơn” và lạch lạc tự quy kết. Một lý do có thể giải thích cho điều này là kinh nghiệm cũng là một con dao hai lưỡi. Tuy chúng ta nhận thức được khả năng của chính mình (hoặc không có gì) từ kinh nghiệm, nhưng những người sống sót trên thị trường tài chính thường làm như vậy là do một chuỗi thành công (hay may mắn?), chúng khiến chúng ta trở nên quá tự tin thông qua lạch lạc tự quy kết.

Nghiên cứu này cũng cung cấp những bằng chứng cho thấy sự quá tự tin có thể gia tăng ngay cả trên phạm vi toàn thị trường, điều này thể hiện rõ ràng trong mối tương quan giữa tỷ suất sinh lợi trong quá khứ và sự thay đổi trong mức độ quá tự tin. Điều này phù hợp với những gì được kỳ vọng bởi vì tỷ suất sinh lợi cao trong quá khứ sẽ có thể làm cho nhiều người trong thị trường cảm thấy thành công. Trước đó, xu hướng này có thể nhìn thấy gián tiếp thông qua việc tỷ suất sinh lợi có độ trễ của thị trường có tương quan với sự gia tăng trong hoạt động giao dịch (đại diện cho sự gia tăng trong mức độ quá tự tin).²²

9.4 ĐA DẠNG HÓA THẤP VÀ CHẬP NHẬN RỦI RO QUÁ MỨC

Một sai lầm khác của nhà đầu tư có thể liên quan đến sự quá tự tin là xu hướng đa dạng hóa thấp. Điều này được chỉ ra bởi mô hình minh họa đã trình bày trước đó - Những người **đa dạng hóa danh mục thấp (underdiversified)** rất nhanh chóng định một tỷ trọng quá cao/thấp cho các chứng khoán khi họ nhận thấy một tín hiệu tích cực/tiêu cực, và kết quả là sự đa dạng hóa danh mục không đầy đủ. Một yếu tố khác là hầu hết các nhà đầu tư nhỏ lẻ thiếu thời gian để phân tích nhiều loại cổ phiếu, vì vậy họ sẽ dừng lại sau khi chỉ phân tích một vài chứng khoán. Miễn là họ tin họ đã nhận ra được một vài cổ phần tốt trong nhóm là họ đã bằng lòng. Sau cùng, nếu họ chắc chắn rằng những cổ phần nào đó là món hàng tốt thì, tại sao lại đi pha loãng danh mục đầu tư bằng cổ phần mà họ không nghiên cứu?

Một nghiên cứu xem xét tập hợp danh mục đầu tư của hơn 3,000 nhà đầu tư cá nhân ở Mỹ.²³ Hầu hết không nắm giữ cổ phiếu nào. Còn đối với những hộ gia đình có nắm giữ cổ phiếu (hơn 600 hộ), tác giả tìm thấy trung vị của số lượng chứng khoán trong danh mục đầu tư của họ chỉ là 1. Và chỉ có khoảng 5% các hộ gia đình này nắm giữ từ 10 loại cổ phiếu trở lên. Hầu hết các bằng chứng đều cho thấy để đạt được một mức độ đa dạng hóa hợp lý, họ phải nắm giữ nhiều hơn 10 loại cổ phần khác nhau (tốt nhất là trong những lĩnh vực kinh tế khác nhau). Do đó, dường như hầu hết nhà đầu tư cá nhân có mức độ đa dạng hóa danh mục thấp.

William Goetzmann và Alok Kumar đã cố gắng xác định những ai có xu hướng đa dạng hóa thấp.²⁴ Không ngạc nhiên khi họ nhận thấy rằng việc đa dạng hóa thấp xảy ra ít hơn ở những người am hiểu về tài chính.

Ngoài ra, mức độ đa dạng hóa gia tăng cùng với thu nhập, tài sản và độ tuổi. Những người giao dịch nhiều nhất cũng có xu hướng ít đa dạng hóa nhất. Điều này rất có thể là do sự quá tự tin là yếu tố chi phối cả việc giao dịch quá mức và lạm dụng hóa thấp. Những người ít đa dạng hóa cũng là những người nhạy cảm với xu hướng giá và những người bị ảnh hưởng bởi lệch lạc nội địa. Một lần nữa, những điều này rất có thể là biểu hiện của sự thiếu am hiểu.

Liên quan đến đa dạng hóa thấp là việc chấp nhận rủi ro vượt trội. Thực sự điều này chỉ là nhắc lại, khi mà đa dạng hóa thấp tương đương với việc gánh lấy quá nhiều rủi ro mà lại không được bù đắp. Dĩ nhiên, nó liên quan tới hi vọng tìm được những chứng khoán bị định giá thấp.

Hiệu ứng ngược vị thế là xu hướng nắm giữ các khoản thua lỗ quá lâu dẫn đến sự giảm sút trong thành quả. Mặc dù hiệu ứng này thường được liên hệ với sự hối tiếc, thì thỉnh thoảng nó cũng đi kèm với sự quá tự tin. Một nhà giao dịch quá tự tin trung thành thái quá với niềm tin ban đầu, có thể bỏ qua những thông tin tiêu cực sẽ làm giảm giá chứng khoán, do vậy nắm giữ các khoản lỗ lâu hơn và gánh chịu rủi ro nhiều hơn. Thực tế có bằng chứng về hành vi này ở những nhà giao dịch giao sau. Những nhà giao dịch thua lỗ vào giữa ngày sẽ gia tăng rủi ro và có thành quả đầu tư kém vào cuối ngày.²⁵

9.5 SỰ LẠC QUAN THÁI QUÁ VÀ CÁC NHÀ PHÂN TÍCH

Nhiều nghiên cứu được tiến hành cho thấy các nhà phân tích có khuynh hướng quá lạc quan về viễn cảnh các công ty mà họ theo đuổi.²⁶ Điều này đúng cả ở Mỹ và trên thế giới. Tuy vấn đề này sẽ được xem xét lại trong Chương 12, nhưng để có được cái nhìn tổng quan, hãy xem bảng 9.2, nó cho thấy phân phối của các khuyến nghị từ nhà phân tích giữa việc mua mạnh, mua, nắm giữ, bán, bán mạnh đối với nhóm các nước G7.²⁷ Rõ ràng các nhà phân tích rất có khả năng khuyến nghị mua hơn là bán. Mỹ là nơi mà khuynh hướng này rõ ràng nhất, tỷ lệ tư vấn mua/bán quan sát được là 52%/3%. Tại Đức, khuynh hướng này ít rõ ràng nhất với tỷ lệ tư vấn mua/bán là 39%/20%. Điều này sẽ được làm rõ trong phần tranh luận ở sau, tuy sự lạc quan thái quá là một lý do, một nguyên nhân khác là sự mâu thuẫn về lợi ích, các nhà tư vấn có xu hướng giữ sự lạc quan cho những nhà phát hành cổ phiếu sắp tới.

Bảng 9.2 | Phân phối các khuyến nghị (%) ở các nước G7 từ 1993-2002

	Mua mạnh	Mua	Năm giữ	Bán/bán mạnh
Mĩ	28.6	33.6	34.5	3.3
Anh	24.3	22.3	41.7	11.8
Canada	29.4	28.6	29.9	12.1
Pháp	24.7	28.3	31.1	15.9
Đức	18.3	20.3	41.5	19.9
Italia	19.2	20.0	47.1	13.6
Nhật	23.6	22.4	35.7	18.3

Nguồn: Jegadeesh, N., và W. Kim, 2006, "Value of analyst recommendation: international evidence", Journal of Financial Markets 9, 274-309

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Những nhà đầu tư quá tự tin chắc chắn vào ước tính giá trị của mình hơn so với những người khác và lý do này khiến họ giao dịch quá mức.
2. Mỗi tương quan này được minh chứng bằng sự thật là thành quả đầu tư ròng (đã trừ chi phí giao dịch) kém khi mức giao dịch càng cao, và cũng được chứng minh thông qua khảo sát và các thí nghiệm có liên quan trực tiếp đến sự quá tự tin và mức độ giao dịch cao.
3. Trong khi kinh nghiệm và phản hồi từ thành quả đầu tư cho phép một người biết được năng lực thực sự của mình, lệch lạc tự quy kết, lệch lạc nhận thức muộn, lệch lạc tự xác nhận làm tồi tệ hơn sự quá tự tin.
4. Nhà đầu tư quá tự tin sẽ giảm mức độ đa dạng hóa.
5. Vì sự đa dạng hóa thấp, những nhà giao dịch quá tự tin cũng có xu hướng gánh chịu nhiều rủi ro hơn.
6. Những nhà phân tích đã quá lạc quan. Sự lạc quan thái quá của họ có thể không hoàn toàn do tâm lý.

CAU HỘI THAO LUÂN

1. Phân biệt các khái niệm/thuật ngữ sau:
 - a. Các kiểm định trực tiếp và gián tiếp mối quan hệ giữa
 - b. Tìm kiếm cảm giác và sự quá tự tin

- c. Đa dạng hóa thấp và giao dịch quá mức
 - d. Tính tĩnh và tính động của tâm lý quá tự tin
2. Xem xét 2 nhà đầu tư (A và B) với đường cầu về cổ phiếu như sau:
- A: $p = 100 - q$
- B: $p = 150 - 2q$
- a. Tại mức giá \$50, A và B sẽ mua bao nhiêu?
 - b. Nếu giá chỉ còn \$30, ai sẽ gia tăng việc nắm giữ? Giải thích
 - c. Về cơ bản, nhà đầu tư nào có vẻ quá tự tin hơn?
3. Thảo luận những bằng chứng (sử

- dụng dữ liệu thị trường, dữ liệu khảo sát, dữ liệu từ thí nghiệm) cho thấy mối quan hệ giữa quá tự tin, hoạt động giao dịch, và thành quả của danh mục.
- 4. Bằng chứng nào cho thấy mọi người không đa dạng hóa đầy đủ? Tại sao nó xảy ra? Đầu là cách đơn giản nhất để có được một mức độ đa dạng hóa cao trong một danh mục vốn cổ phần?
- 5. Nghiên cứu chỉ ra rằng những nhà dự báo thị trường chứng khoán cũng tỏ ra quá tự tin. Họ có học được từ những sai lầm của mình hay không? Thảo luận vấn đề này.

CHU THÍCH

1. Để đơn giản phần trình bày, chúng ta giả định rằng tất cả các nhà đầu tư có cùng giá trị tài sản ròng và cùng được đa dạng hóa tốt như nhau.
2. Trong ví dụ ở sau chỉ có 3 nhà đầu tư, điều này nhằm đơn giản hóa các tính toán.
3. Giả định θ bằng nhau với các nhà đầu tư, θ cao hơn thì mức độ nhà đầu tư sẵn lòng chấp nhận mức rủi ro có thể đa dạng hóa cao hơn để theo đuổi tỷ suất sinh lợi vượt trội.
4. Xem Odean, T., 1998, "Volume, volatility, price and profit when all traders are above average",

Journal of Finance 53, 1887-1934. Một vài nghiên cứu lý thuyết chủ chốt khác bao gồm Daniel, K., D. Hirshleifer, và A. Subrahmanyam, 1998, "Investor psychology and security market under- and overreactions", *Journal of Finance* 53, 1839-85; Daniel, K., D. Hirshleifer, và A. Subrahmanyam, 2001, "Overconfidence, arbitrage, and equilibrium asset pricing", *Journal of Finance* 56, 921-965; Benos, A. V., 1998, "Aggressiveness and survival of overconfident traders", *Journal of Financial Markets* 1, 353-383; và Kyle, A. S., và F. A. Wang,

- 1997, “Speculation duopoly with agreement to disagree: Can overconfidence survive the market test?”, *Journal of Finance* 55, 2073-2090.
5. Barber, B., và T. Odean, 2000, “Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors”, *Journal of Finance* 55, 773-806.
 6. Glaser, M., và M. Weber, 2007, “Overconfidence and trading volume”, *Geneva Risk and Insurance Review* 32, 1-36.
 7. Các thước đo tâm lý quá tự tin của họ thực tế có tương quan yếu, hàm ý rằng có lẽ nó đo lường các khái niệm khác nhau. Để biết thêm về các bằng chứng, xem Kirchler, E., và B. Maciejovsky, 2002, “Simultaneous over and underconfidence: Evidence from experimental asset markets”, *Journal of Risk and Uncertainty* 25, 65-85. Cũng có bằng chứng cho thấy rằng những người tìm kiếm cảm giá giao dịch thường xuyên hơn (Grinblatt, M., và M. Keloharju, 2008, “Sensation seeking, overconfidence, and trading activity”, Working paper). Các công trình khác liên kết giữa hoạt động giao dịch và cảm giác “có năng lực”, cảm giác này được cho là tương đương với hiệu ứng tốt hơn mức trung bình (Graham, J. R., C. R. Harvey, và H. Huang, 2006, “Investor competence, trading frequency, and home bias”, Working paper).
 8. Grinblatt, M., và M. Keloharju, 2008, “Sensation seeking, overconfidence, and trading activity”, Working paper.
 9. Để biết thêm về tìm kiếm cảm giác, xem Zuckerman, M., 1971, “Dimensions of sensation seeking”, *Journal of Consulting and Clinical Psychology* 36, 45-52.
 10. Biais, B., D. Hilton, K. Mazurier, và S. Pouget, 2005, “Judgmental overconfidence, self-monitoring, and trading performance in an experimental financial market”, *Review of Economic Studies* 72, 287-312.
 11. Xem Deaves, R., E. Luders, và G. Y. Luo, 2008, “An experimental test of the impact of overconfidence and gender on trading activity”, *Review of Finance*. Nhớ lại rằng ảo tưởng kiểm soát là niềm tin rằng con người có khả năng kiểm soát các sự kiện (giống như việc lựa chọn đúng chứng khoán) nhiều hơn so với thực tế khách quan.
 12. Điều này có thể liên quan đến phát hiện thấy rằng các nhà đầu tư cảm thấy có khả năng

- hơn sẽ giao dịch thường xuyên hơn. Xem Graham, J. R., C. R. Harvey, và H. Huang, 2006, "Investor competence, trading frequency, and home bias", Working paper.
13. Barber, B., và T. Odean, 2001, "Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment", *Quarterly Journal of Economics* 116, 261-292.
14. Xem Atkinson, S. M., S. B. Baird, và M. B. Frye, 2001, "Do female mutual fund managers manage differently?", *Journal of Finance Research* 26, 1-18; và Deaves, R., E. Luders, và G. Y. Luo, 2008, "An experimental test of the impact of overconfidence and gender on trading activity", *Review of Finance*.
15. Nelby, L., P. S. Thoursie, và L. Vahtrik, 2007, "Gender and self-selection into a competitive environment: Are women more overconfident than men?", Working paper.
16. Xem Plous. S., 1993, *The Psychology of Judgment and Decision-making* (McGraw-Hill, New York).
17. Forsythe, R., F. Nelson, G. Neumann, và J. Wright, 1992, "Anatomy of an experimental political stock market", *American Economic Review* 82, 1142-1161.
18. Hirshleifer, D., và G. Y. Luo, 2001, "On the survival of overconfident traders in a competitive security market", *Journal of Financial Markets* 4, 73-84.
19. Gervais, S., và T. Odean, 2001, "Learning to be overconfident", *Review of Financial Studies* 14, 1-27. Xem mô hình của Daniel, K., D. Hirshleifer, và A. Subrahmanyam, 2001, "Overconfidence, arbitrage, and equilibrium asset pricing", *Journal of Finance* 56, 921-965.
20. Locke, P. R., và S. C. Mann, 2005, "Professional trader discipline and trade disposition", *Journal of Financial Economics* 76, 401-444.
21. Deaves, R., E. Luders, và M. Schroder, 2007, "The dynamics of overconfidence: Evidence from stock market forecasters", Working paper.
22. Xem Statman, M., S. Thorley, và K. Vorkink, 2006, "Investor overconfidence and trading volume", *Review of Financial Studies* 19, 1531-1565. Đối với việc liệu các nhà đầu tư cá nhân điều chỉnh khối lượng nhiều hơn là do tỷ suất sinh lợi của thị trường hay tỷ suất sinh lợi danh mục của họ, bằng chứng cho thấy rằng những nhà đầu tư theo dõi danh mục của mình thì bị ảnh hưởng nhiều hơn

- bởi tỷ suất sinh lợi danh mục, trong khi những người ít nhận thức hơn lại bị ảnh hưởng bởi tỷ suất sinh lợi thị trường. Để biết chi tiết hơn, xem Glaser, M., và M. Weber, 2009, “Which past returns affect trading volume?”, *Journal of Financial Markets* 12(1), 1-31.
23. Kelly, M., 1995, “All their eggs in one basket: Portfolio diversification of U.S. households”, *Journal of Economic Behavior and Organization* 27, 87-96.
24. Goetzmann, W. N., và A. Kumar, 2005, “Equity portfolio diversification”, *Review of Finance* 12, 433-463.
25. Xem Coval, J. D., và T. Shumway, 2005, “Do behavioral biases affect prices?”, *Journal of Finance* 60, 1-34; và Locke, P. R., và S. C. Mann, 2005, “Professional trader discipline and trade disposition”, *Journal of Financial Economics* 76, 401-444.
26. Xem Carleton, W. T., C. R. Chen, và T. L. Steiner, 1998, “Optimism biases among brokerage and non-brokerage firms’ equity recommendations: Agency costs in the investment industry”, *Financial Management* 27, 17-30.
27. Xem Jegadeesh, N., và W. Kim, 2006, “Value of analyst recommendations: International evidence”, *Journal of Financial Markets* 9, 274-309.

NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CẢM XÚC

CHƯƠNG

10

10.1 GIỚI THIỆU

Những biến động trên thị trường thông thường được quy cho cảm xúc của nhà đầu tư. Nhưng điều khó khăn là làm thế nào để tách biệt vai trò của cảm xúc khỏi những yếu tố cơ bản trong việc hình thành các kết quả thị trường. Trong Chương 7, chúng ta đã xem xét các nền tảng của cảm xúc. Chúng ta biết rằng cảm xúc bao gồm các khía cạnh nhận thức, sinh học, và tiến hóa. Khi ở trạng thái cân bằng, cảm xúc sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc ra quyết định, thay vì cản trở nó. Trong chương này, chúng ta sẽ xem xét mức độ ảnh hưởng của các khía cạnh cảm xúc khác nhau đến hành vi cá nhân trong lĩnh vực tài chính.

Bắt đầu chương, ở phần 10.2, chúng ta thảo luận tác động của tâm trạng đến quyết định của những nhà đầu tư cá nhân. Chúng ta sẽ thấy là không dễ dàng khi mô tả sự tương tác giữa tâm trạng và thái độ rủi ro của nhà đầu tư. Kế tiếp, phần 10.3 xem xét hai cảm xúc rất được quan tâm, đó là sự kiêu hãnh và sự hối tiếc. Những nhà nghiên cứu đã chỉ ra rằng hai cảm xúc này có những ảnh hưởng rất quan trọng đến hành vi của nhà đầu tư. Phần 10.4 tập trung vào hiệu ứng ngược vị thế, một hành vi của nhà đầu tư có thể lý giải bằng cảm xúc. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy con người có khuynh hướng bán cổ phiếu lời quá sớm trong khi đó nắm giữ cổ phiếu lỗ quá lâu. Mặc dù hành vi này đã được hợp lý hóa bằng việc sử dụng lý thuyết triển vọng, nhưng những bằng chứng lý thuyết và thực nghiệm cho thấy cảm xúc có thể đưa ra lời giải thích tốt hơn. Kế tiếp, phần 10.5 thảo luận về hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng, từ quan sát cho thấy những người đánh bạc gia tăng rủi ro sau khi thắng cược bởi vì họ cảm thấy họ đang đánh cược bằng thu nhập ngoài kỳ vọng của họ. Hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng tiếp tục được kiểm chứng với những

canh bạc lớn, thông qua việc nghiên cứu hành vi những người tham gia gameshow trên truyền hình. Cuối cùng, phần 10.6 xem xét cảm nhận của một người đối với một tình huống hoặc ấn tượng về người khác, thường được gọi là tác động, sẽ ảnh hưởng đến quyết định tài chính như thế nào.

10.2 CÓ PHẢI TÂM TRẠNG NHÀ ĐẦU TƯ HÌNH THÀNH TÂM TRẠNG THỊ TRƯỜNG?

Trong quyển sách bán chạy nhất của nhà kinh tế học Robert Shiller “Irrational Exuberance”, ông cho rằng “tâm trạng của nhà đầu tư khi họ quyết định đầu tư là một nhân tố quan trọng tạo ra thị trường có xu hướng đi lên”, xuất hiện ở nhiều nước những năm 1990.¹ Có phải cảm xúc của những nhà giao dịch đã chuyển thành tâm trạng thị trường, và sau đó chuyển dịch thị trường? Đó là một câu hỏi thú vị. Một vài nghiên cứu gần đây kết luận hành vi tài chính bất thường có thể được giải thích bằng cảm xúc.

Đây là một số ví dụ về vấn đề này. Một nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ 26 sàn giao dịch chứng khoán quốc tế cho rằng tâm trạng tốt do ánh nắng buổi sáng dẫn đến tỷ suất sinh lợi chứng khoán cao hơn.² Một ngày nắng đẹp trời có thể làm cho con người lạc quan hơn, và sau đó họ mua chứng khoán nhiều hơn. Những nhà nghiên cứu khác tìm thấy rằng thị trường chứng khoán giảm điểm khi giờ sinh học của những nhà đầu tư bị phá vỡ bởi sự thay đổi giờ giấc nhằm rút ngắn thời gian ban ngày.³ Một nghiên cứu gần đây đề xuất rằng kết quả của một trận bóng đá có tương quan mạnh với tâm trạng nhà đầu tư.⁴ Sau khi đội bóng quốc gia thất bại ở vòng đấu loại World Cup sẽ dẫn đến sự sụt giảm đáng kể trong thị trường của quốc gia đó.

Những bài nghiên cứu tổng hợp về tác động của tâm trạng nhà đầu tư đến việc định giá trên thị trường chứng khoán có cung cấp những bằng chứng rõ ràng về việc hành vi cá nhân chuyển thành kết quả thị trường hay không vẫn còn là vấn đề gây tranh cãi. Ví dụ, thậm chí nếu mọi người lạc quan một cách bất hợp lý vào những ngày đẹp trời, có phải là họ sẽ kéo nhau đi mua chứng khoán hay không? Bạn sẽ làm gì? Thậm chí nếu một vài người đổ xô đi mua chứng khoán vào những ngày đẹp trời, hành vi thị trường có thể phù hợp với việc định giá hợp lý ngay cả khi hành vi cá nhân là không hợp lý, tương tự với những lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm đã đề xuất.⁵

Mặc dù vậy, ở mức độ cơ bản hơn, không rõ ràng là liệu có một cách thức đơn giản để mô tả mối quan hệ giữa tâm trạng và thái độ đối với rủi ro. Như chúng ta đã thảo luận ở Chương 1, thái độ đối với rủi ro rất quan trọng bởi vì nó tác động đến việc một cá nhân định giá tài sản. Nếu thái độ đối với rủi ro thay đổi do sự thay đổi tâm trạng, mức giá nhà đầu tư sẵn lòng trả cho chứng khoán sẽ thay đổi. Khi một người có tâm trạng kém, họ sẽ chấp nhận nhiều hay ít rủi ro hơn? Câu trả lời có lẽ phụ thuộc vào từng hoàn cảnh và tính cách mỗi người. Ví dụ, một người mang tâm trạng cáu gắt có thể có những hành vi đầy rủi ro như lái xe liều lĩnh hay uống quá nhiều rượu. Một người khác vừa trải qua một ngày không may mắn có thể né tránh rủi ro hơn thông thường và đơn giản là xa lánh những người khác. Không có những bằng chứng thuyết phục về việc một tâm trạng vui vẻ đưa đến thái độ e ngại rủi ro thấp hơn hay một tâm trạng tồi tệ đưa đến sự e ngại rủi ro cao hơn, đặc biệt là trong lĩnh vực tài chính.

Một vài nghiên cứu đề xuất rằng một người vui vẻ hơn thường lạc quan hơn và ăn định xác suất cao hơn cho những sự kiện mang tính tích cực.⁶ Nhưng đồng thời, các nghiên cứu khác về việc ra quyết định lại chỉ ra rằng mặc dù con người có thể lạc quan hơn về khả năng thắng cược khi họ đang vui, nhưng họ lại ít sẵn lòng chấp nhận đánh cược thực sự hơn.⁷ Nói cách khác, họ e ngại rủi ro nhiều hơn khi đang vui. Khi bạn có một tâm trạng tốt, bạn không thích mạo hiểm vì không muốn phá hỏng tâm trạng tốt. Vì vậy, tóm lại, tình trạng cảm xúc tốt hay xấu ảnh hưởng không rõ ràng đến thái độ đối với rủi ro và việc định giá thị trường.

Bên cạnh các nghiên cứu liên kết những biến động thị trường với sự thay đổi trong tâm trạng, một vài nhà nghiên cứu liên hệ tâm trạng chán nản do sự giảm sút ánh nắng mặt trời và chu kỳ thị trường chứng khoán.⁸ Giống như những bằng chứng về sự ảnh hưởng của tâm trạng đến sự lựa chọn rủi ro, bằng chứng về mối quan hệ giữa thái độ rủi ro và tâm trạng chán nản không đưa ra được một bức tranh rõ ràng. Tâm trạng chán nản rõ ràng khác với tâm trạng không tốt đơn thuần - tâm trạng chán nản có nền tảng sinh hóa và có thể xuất hiện mà không cần đến những đánh giá nhận thức. Các nhà tâm lý học thừa nhận rằng tình trạng chán nản có thể liên quan đến việc thay đổi của hệ thống mạch não bộ.⁹ Một người không mất cân bằng hóa học thông thường sẽ lo lắng trong vài tình huống (ví dụ phỏng vấn xin việc) nhưng một người chán nản có thể cảm thấy lo lắng thường xuyên. Một vài nhà nghiên cứu đặt câu hỏi về tầm quan trọng của sự lo lắng hay tình trạng chán nản trong việc giải thích sự lựa chọn rủi ro.¹⁰ Những nhà nghiên cứu khác kết luận rằng thái độ e ngại rủi ro có

tương quan với khuynh hướng chán nản, nhưng sự tương quan giữa triệu chứng chán nản và sự e ngại rủi ro có thể hình thành từ mối tương quan giữa sự lo lắng và tình trạng chán nản.¹¹ Do đó, vấn đề cơ bản về mối quan hệ giữa tình trạng chán nản và thái độ đối với rủi ro vẫn chưa được giải quyết.¹² Mặc dù có vẻ bất hợp lý khi cho rằng một người chán nản sẽ né tránh rủi ro mà không có cơ sở rõ ràng, nhưng một người lo lắng có thể hoàn toàn hợp lý khi quyết định thay thế bằng một lựa chọn an toàn hơn. Việc nghiên cứu sâu hơn là cần thiết trước khi đưa ra kết luận cuối cùng. Những nghiên cứu về khoa học thần kinh sẽ được thảo luận ở Chương 20, đó là thâm nhập vào hoạt động của bộ não con người.

10.3 SỰ KIÊU HÃNH VÀ SỰ HỐI TIẾC

Mặc dù có thể là vội vã khi kết luận rằng chúng ta hiểu rõ từng nhân tố ảnh hưởng đến việc đưa ra quyết định, tuy nhiên, một vài cảm xúc đã được chứng minh tính hữu ích trong việc tìm hiểu những lựa chọn về tài chính của con người, có lẽ đáng kể nhất là sự kiêu hãnh và sự hối tiếc. **Hối tiếc (regret)** là một cảm xúc tiêu cực. Bạn có thể hối tiếc về một quyết định đầu tư tồi và ước rằng bạn đã lựa chọn khác. Cảm giác tiêu cực của bạn chỉ bị phóng đại nếu bạn phải kể lại thua lỗ của mình cho vợ/chồng bạn, bạn bè hay đồng nghiệp. **Sự kiêu hãnh (pride)** trái ngược với sự hối tiếc. Bạn sẽ không quá bận tâm khi nói về thành quả tốt của mình cho những người khác.

Các nhà tâm lý và kinh tế học thừa nhận tác động quan trọng của sự hối tiếc và sự kiêu hãnh trong việc đưa ra những quyết định tài chính. Những nhà nghiên cứu tin rằng con người có động cơ mạnh mẽ để né tránh cảm giác hối tiếc.¹³ Điều quan trọng là những ảnh hưởng của sự hối tiếc và sự kiêu hãnh là bất cân xứng. Dường như sự hối tiếc, cảm xúc tiêu cực thường được con người cảm nhận mạnh mẽ hơn.

Những nhà nghiên cứu nhận thấy một vài hàm ý của lý thuyết hữu dụng kỳ vọng không được chứng minh bằng những bằng chứng thực nghiệm. Điều này dẫn đến sự phát triển của những mô hình thay thế về việc ra quyết định trong điều kiện không chắc chắn, và lý thuyết triển vọng là phổ biến nhất trong những mô hình này. Như đã thảo luận trong Chương 3, trọng tâm của lý thuyết triển vọng đó là con người đôi khi tìm kiếm rủi ro. Điều này thường xuất hiện trong miền lỗ và trong miền lời đói với những triển vọng có dạng xổ số. Có phải sự hối tiếc và sự kiêu hãnh đứng đằng sau hai xu hướng tìm kiếm rủi ro này hay không?

Trong trường hợp tìm kiếm rủi ro trong miền lỗ, có thể là con người muốn né tránh cảm giác tiêu cực do hối tiếc sẽ xuất hiện nếu họ ghi nhận thua lỗ, và vì thế họ rời xa xu hướng tự nhiên là e ngại rủi ro. Tương tự đối với hiệu ứng xổ số, khi khoản lợi nhuận rất lớn lại có xác suất thấp, việc bạn nghĩ bạn sẽ đánh cược hay tiến hành phân tích để “đãi cát tìm vàng” được một chứng khoán tốt bất kể khó khăn, có thể dẫn đến sự kiêu hãnh và thậm chí là tìm kiếm rủi ro bởi vì bạn có thể chỉ đang nhìn thấy bản thân mình kể với bạn bè về sự nhạy bén của bản thân. Cho dù thực tế như thế nào, rõ ràng là sự hối tiếc và niềm kiêu hãnh là những cảm xúc mạnh mẽ tác động đến việc ra quyết định. Tiếp theo chúng ta sẽ xem xét một hành vi tài chính cụ thể và phân tích xem có phải cảm xúc sẽ giải thích cho những lựa chọn quan sát được hay không.

10.4 HIỆU ỨNG NGƯỢC VỊ THẾ

Các nhà nghiên cứu đã nhận ra xu hướng các nhà đầu tư bán các chứng khoán có thành quả tốt quá sớm trong khi nắm giữ các chứng khoán thua lỗ quá lâu.¹⁴ Có lẽ bạn đã quan sát thấy hành vi này ở những người khác hay thậm chí là chính bản thân mình. Có bao giờ bạn nghe ai đó bày tỏ cảm nhận của họ như là “chứng khoán này đã thật sự ngừng tăng giá vì vậy tốt hơn tôi nên bán nó đi và thực hiện lợi nhuận”? Hay bạn có thể tưởng tượng chính mình đang nghĩ rằng “tôi đã mất quá nhiều tiền vào chứng khoán này, nhưng tôi không thể bán nó bây giờ vì nó phải tăng giá trong vài ngày tới”? Xu hướng bán các chứng khoán lời và nắm giữ các chứng khoán thua lỗ gọi là “**hiệu ứng ngược vị thế – disposition effect**”.

BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM

Chúng ta bắt đầu với những bằng chứng thực nghiệm gần đây cho thấy sự tồn tại của “hiệu ứng ngược vị thế”. Ví dụ, Terrance Odean đã sử dụng bộ dữ liệu bao gồm các ghi chép giao dịch của 10,000 tài khoản giao dịch chứng khoán với gần 100,000 giao dịch trong suốt giai đoạn 1987-1993, nghiên cứu tỉ mỉ xu hướng các nhà đầu tư cá thể bán ra các chứng khoán lời và nắm giữ các chứng khoán thua lỗ.¹⁵ Để phân biệt giữa chứng khoán lời và chứng khoán lỗ, chúng ta cần một **điểm tham chiếu**. Phù hợp với lý thuyết triển vọng, Odean đã sử dụng giá mua của mỗi chứng khoán (hay giá mua trung bình trong trường hợp nhiều giao dịch). Một vấn đề xuất hiện đó là trong thị trường có xu hướng tăng giá sẽ có nhiều chứng khoán lời, cho nên điều hiển nhiên là sẽ có nhiều chứng khoán lời được bán hơn

các chứng khoán lỗ. Odean đã xử lý vấn đề này bằng cách tập trung vào tần suất bán chứng khoán lời/lỗ so với các cơ hội bán các chứng khoán lời/lỗ. Cụ thể là, ông đã tính tỉ lệ lợi nhuận thực hiện (PGR – proportion of gains realized) như sau:

10.1

$$PGR = \frac{\text{Lợi nhuận đã thực hiện}}{\text{Lợi nhuận đã thực hiện} + \text{lợi nhuận chưa thực hiện}}$$

Ví dụ, khi ghi nhận bán một chứng khoán lời, bạn so sánh nó với tất cả các chứng khoán lời có thể bán. Lợi nhuận chưa thực hiện bao gồm bất kì lợi nhuận nào có thể thực hiện được. Tương tự, tỉ lệ lỗ thực hiện (PLR – proportion of losses realized) được tính như sau:

10.2

$$PLR = \frac{\text{Khoản lỗ đã thực hiện}}{\text{Khoản lỗ đã thực hiện} + \text{khoản lỗ chưa thực hiện}}$$

Để phân tích xu hướng các nhà đầu tư bán các chứng khoán lời và nắm giữ các chứng khoán lỗ, Odean đã kiểm tra giả thiết PGL vượt quá PLR.

Bảng 10.1 bao gồm tổng các tài khoản của các nhà đầu tư, rõ ràng có một xu hướng bán các chứng khoán lời nhiều hơn các chứng khoán thua lỗ trong cả năm (PGR > PLR). Điều quan trọng cần chú ý là vì lý do thuế, các nhà đầu tư sẽ thích bán các chứng khoán thua lỗ, chứ không phải chứng khoán lời. Một nhà đầu tư với thuế suất dương nên hoãn lại việc thực hiện các khoản lợi nhuận trên các chứng khoán lời vì sẽ tạo ra nghĩa vụ thuế, nhưng nên thực hiện các khoản lỗ sớm hơn để giảm nghĩa vụ thuế hiện tại. Cột thứ hai trong bảng chỉ ra rằng hiệu ứng ngược vị thế đã xuất hiện bất chấp một vài nhà đầu tư hiểu về vấn đề thuế này và hành động tương ứng. Vào tháng 12, khi các nhà đầu tư hầu như giao dịch vì lý do thuế, thực sự có một xu hướng bán các chứng khoán thua lỗ thay vì chứng khoán lời mạnh hơn. Vào các tháng khác (cột 3), hiệu ứng ngược vị thế lại chiếm ưu thế.

Để giải thích các quan sát này, Odean xem xét vài khả năng liên quan đến sự hợp lý. Đầu tiên, việc tái cân bằng danh mục đầu tư cho rằng các chứng khoán lỗ mà tổng giá trị của chúng hiện tại thấp hơn các chứng khoán lời thì cần phải được gia tăng vị thế so với các chứng khoán lời để khôi phục lại phân bổ danh mục đầu tư kì vọng. Odean đã nghiên cứu điều này và nhận thấy nó không phải là vấn đề đáng kể. Thứ hai, có lẽ các nhà đầu tư thấy trước những chứng khoán thua lỗ sẽ đánh bại các chứng khoán lời trong thời gian tới. Đây là dấu hiệu của xu hướng đảo ngược trong dài hạn ở Chương 4. Không may là, các nhà đầu tư định sai

thời điểm, bởi vì họ đang bán những chứng khoán lời trong trung hạn (không phải dài hạn) và nắm giữ các chứng khoán thua lỗ trong trung hạn (không phải dài hạn). Chính xác thì đây là điều ngược lại với những gì mà họ nên làm. Thật sự, nhìn vào một năm tới, Odean nhận thấy rằng các chứng khoán lời đã bán có thành quả tốt hơn các chứng khoán thua lỗ được nắm giữ vào khoảng 3.41% trên cơ sở đã điều chỉnh rủi ro. Với lý do này, các nhà nghiên cứu đôi khi nói về hiệu ứng ngược vị thế như là việc bán các chứng khoán lời quá sớm trong khi nắm giữ các chứng khoán thua lỗ quá lâu.

Bảng 10.1 PGR và PLR

	Cả năm	Tháng 12	Tháng 1-11
PLR	0.098	0.128	0.094
PGR	0.148	0.108	0.152
Chênh lệch	-0.050	0.020	-0.058
Thống kê t	-35	4.3	-38

Nguồn: Odean, T., 1998 "Are investors reluctant to realize their losses?" *Journal of Finance* 53(5), 1775-1798. 1998 Wiley Publishing, Inc.

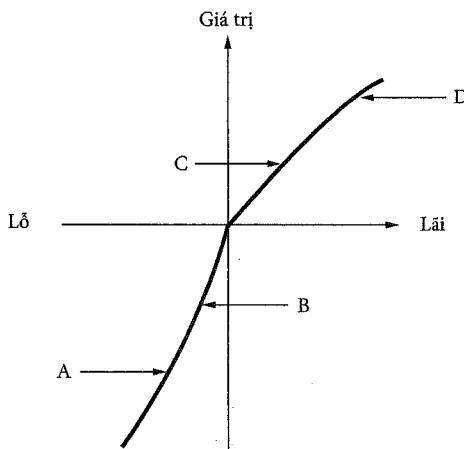
LÝ THUYẾT TRIỂN VỌNG: MỘT LỜI GIẢI THÍCH CHO HIỆU ỨNG NGƯỢC VỊ THẾ

Hersh và Meir Statman là những người đầu tiên cố gắng giải thích hiệu ứng ngược vị thế.¹⁶ Lời giải thích của họ nghiêng về hai phạm trù: lý thuyết triển vọng (kết hợp với tính toán bất hợp lý) và sự e ngại hối tiếc (kết hợp với vấn đề tự kiểm soát). Mặc dù không có gì loại bỏ khả năng có vai trò kết hợp của cả hai giải thích hành vi trên, Shefrin và Statman nhấn mạnh vai trò của lý thuyết triển vọng hơn so với cảm xúc hối tiếc, và nhiều nhà bình luận sau đó cũng theo gợi ý này. Tuy nhiên, các nghiên cứu gần đây cho thấy cảm xúc có thể là một nhân tố quan trọng.

Đầu tiên chúng ta bắt đầu với giải thích theo lý thuyết triển vọng. Xem hình 10.1 chỉ ra các khoản lời và lỗ theo lý thuyết triển vọng, giả định rằng các kết quả ban đầu được tích hợp. Chứng khoán A và B gánh chịu khoản lỗ trong khi chứng khoán C và D thu được lợi nhuận. Các khoản lời và lỗ này tác động như thế nào đến hành vi của bạn nếu bạn là một nhà đầu tư? Sau khi thu được lợi nhuận lớn (D), bạn đã dịch chuyển tới miền e ngại rủi ro của hàm giá trị. Chỉ những sự đảo ngược đáng kể mới có thể đưa

bạn về điểm khởi đầu. Ngược lại, sau khi gánh chịu khoản lỗ lớn (A) bạn đã dịch chuyển tới khu vực tìm kiếm rủi ro của hàm giá trị, một lần nữa bạn không thể dịch chuyển nhanh chóng về lại **điểm tham chiếu**. Hàm ý là bởi vì bạn ít e ngại rủi ro đối với các chứng khoán thua lỗ hơn các chứng khoán lời, cho nên bạn dễ dàng nắm giữ chúng hơn.

Hình 10.1 Lãi, lỗ, và hàm giá trị trong lý thuyết triển vọng



Tuy nhiên, tại sao không kết hợp với một hoán đổi thuế (mua và bán hai chứng khoán đồng thời vì lý do thuế) để giảm khoản chi trả thuế? Với một hoán đổi thuế, một nhà đầu tư bán một chứng khoán thua lỗ và mua một chứng khoán khác có rủi ro tương tự để thực hiện một khoản lỗ vì mục đích thuế mà không làm thay đổi độ nhạy cảm rủi ro trong danh mục đầu tư. Mặc dù chiến lược này là hợp lý, nhưng nếu nhà đầu tư sử dụng tính toán bất hợp lý và đánh giá các chứng khoán một cách riêng biệt, một hoán đổi thuế đòi hỏi một tài khoản phải gánh chịu khoản lỗ. Như chúng ta đã thấy ở trên, nhiều người gặp khó khăn khi phải làm điều này.

Kết toán tài khoản với một khoản lỗ rất khó do tâm lý sợ phải tiếc nuối. Shefrin và Statman lập luận rằng sự e ngại hối tiếc dẫn đến việc các nhà đầu tư trì hoãn các khoản lỗ, trong khi ngược lại, sự mong muốn cảm giác kiêu hãnh (và/hoặc vui mừng) dẫn đến việc thực hiện các khoản lời. Một nhà đầu tư cảm thấy hối tiếc khi đóng vị thế với một khoản lỗ bởi vì quyết định đầu tư kém (hậu nghiệm), nhưng lại cảm thấy tự hào khi đóng vị thế với một khoản lời vì quyết định tài chính mang lại lợi nhuận. Về khía cạnh tự kiểm soát, có lập luận rằng thậm chí các nhà đầu tư thường biết rằng họ đang phạm sai lầm nhưng họ gặp khó khăn trong việc kiểm soát

sự thôi thúc nắm giữ những cổ phiếu thua lỗ.

GIẢI THÍCH KHÁC

Nicholas Barberis và Wei Xiong gần đây đã xem lại giải thích theo lý thuyết triển vọng về hiệu ứng ngược vị thế.¹⁷ Lưu ý rằng những lời giải thích trước đó khá thông thường, chúng phù hợp với một quan điểm lý thuyết nghiêm ngặt. Những nhà nghiên cứu này kết luận rằng dựa vào các thông số giả định của mô hình, hành vi hàm ý của các nhà đầu tư có thể trái ngược với những gì mà lý thuyết triển vọng đưa ra. Họ lập luận rằng vấn đề đối với lý thuyết triển vọng đó là nó không tính đến quyết định mua chứng khoán ban đầu.

Trong mô hình phiên bản hai thời kì của Barberis-Xiong, sự hình thành tham số trong lý thuyết triển vọng được đưa ra bởi Kahneman và Tversky luôn luôn dự đoán hành vi ngược với những gì lý thuyết triển vọng đề xuất. Ta xem xét ví dụ đơn giản sau. Với việc ngại thua lỗ, tỷ suất sinh lợi kì vọng trên chứng khoán phải cao. Tuy nhiên, các nhà đầu tư sẽ không nắm giữ nó từ đầu. Một chứng khoán được định giá \$50 và có thể tăng hay giảm trong kỳ tới với xác suất như nhau. Nếu nó tăng, giá sẽ là \$60 và lợi nhuận là \$10. Hệ số ngại rủi ro là 2 ($\lambda = 2$), gần với giá trị Tversky-Kahneman, ngụ ý rằng các nhà đầu tư sẵn sàng mua chứng khoán nếu mức lỗ có thể có trong kỳ tới là \$5 hay ít hơn. Giả dụ là \$.5. Bây giờ xem xét điều gì xảy ra sau khi chứng khoán được mua và thu được lời hoặc lỗ.

Trong mô hình của họ, nếu một chứng khoán ban đầu có thành quả tốt, một nhà đầu tư sẽ nắm giữ một vị thế khiến họ hòa vốn cả trong trường hợp xấu nhất, đó là chứng khoán giảm giá trong kỳ tới. Ngược lại, nếu một chứng khoán ban đầu có thành quả không tốt, các nhà đầu tư sẽ lựa chọn một vị thế dẫn họ đến mức hòa vốn trong trường hợp tốt nhất. Giả dụ chứng khoán có khởi đầu tốt và tăng giá đến \$60. Bởi vì sau khoản lợi nhuận \$10 thì khoản lỗ chỉ có \$.5, các nhà đầu tư sẽ tăng gấp đôi lượng cổ phần lên. Điều này là do hàm giá trị chỉ hơi lồi trong miền lời, vì vậy các nhà đầu tư gần như trung lập với rủi ro. Ngược lại, giả dụ chứng khoán giảm xuống \$45 trong thời kỳ đầu. Với khoản lỗ \$.5 trên mỗi chứng khoán, chỉ cần một nửa lượng chứng khoán sẽ đủ bù đắp cho các nhà đầu tư khi chứng khoán tăng giá. Điều này hàm ý sự thanh lý một phần, với việc nhà đầu tư bán đi một nửa lượng cổ phần. Tóm lại, trái với hiệu ứng ngược vị thế, nhà đầu tư với những ưu tiên theo lý thuyết triển vọng, sẽ

mua sau khi có lợi nhuận và bán sau khi lỗ.

BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM

Bằng chứng thực nghiệm gần đây của Barbara Summers và Darren Duxbury cũng ủng hộ cảm xúc hơn lý thuyết triển vọng trong việc giải thích hiệu ứng ngược vị thế.¹⁸ Mô hình thực nghiệm của họ dựa vào việc các cá nhân có lựa chọn việc đầu tư của họ hay không. Giả sử, trái với những gì thường xảy ra trong thực tế, không có sự lựa chọn và đơn thuần bạn phải ngồi lại và quan sát thành quả chứng khoán của bạn. Khi một chứng khoán có thành quả kém, bạn thấy thất vọng, và khi chứng khoán có thành quả tốt, bạn cảm thấy phấn chấn. Nếu bạn thực sự tự chọn lựa các chứng khoán, người ta cho rằng bạn sẽ trải qua các cảm xúc với hóa trị cao hơn - khi đối diện với khoản lỗ, bạn trải qua sự hối tiếc (mạnh hơn nỗi thất vọng). Và khi đối mặt với một khoản lời, bạn cảm thấy vui mừng (mạnh hơn sự phấn chấn). Summers và Duxbury đưa ra giả thiết rằng niềm vui và sự hối tiếc dự đoán là cần thiết để tạo ra hành vi phù hợp với hiệu ứng ngược vị thế.

Để tách biệt các phản ứng cảm xúc, Summers và Duxbury đã vận dụng sự lựa chọn và trách nhiệm liên quan đến vị thế các cổ phiếu hiện tại của nhà đầu tư. Họ tiến hành thử nghiệm như sau: mỗi nhà đầu tư được cho xem một đồ thị của một chứng khoán riêng lẻ, trong đó vài nhà đầu tư xem đồ thị của chứng khoán lời, một số khác thì xem đồ thị của chứng khoán lỗ. Các nhà đầu tư có thể bán một phần hay tất cả chứng khoán của họ. Trong thử nghiệm đầu tiên, không có lựa chọn ban đầu – các chủ thể thừa hưởng chứng khoán từ một người họ hàng. Trong thử nghiệm thứ hai, **vào giai đoạn đầu các nhà đầu tư có thể tự do quyết định số lượng chứng khoán nắm giữ**. Theo lý thuyết triển vọng không bao hàm cảm xúc, nếu các nhà đầu tư không chịu trách nhiệm cá nhân về các khoản lời lỗ trong quyết định đầu tư (thử nghiệm đầu tiên) thì sẽ chỉ có trải nghiệm lời hay lỗ gây ra hiệu ứng ngược vị thế. Tuy nhiên, điều này không đúng. Tuy nhiên, trong thử nghiệm thứ hai khi các nhà đầu tư có sự lựa chọn, tồn tại hiệu ứng ngược vị thế, với PGR lớn hơn PGL (với ý nghĩa thống kê dưới 1%). Summers và Duxbury kết luận rằng trách nhiệm đối với các quyết định của mình là yếu tố tiên quyết gây nên hiệu ứng ngược vị thế, điều này nhấn mạnh tầm quan trọng của cảm xúc trong việc tìm hiểu các lựa chọn của nhà đầu tư.

Hiệu ứng ngược vị thế được dẫn chứng trong một nghiên cứu thử

nghiệm khác của Martin Weber và Colin Camerer.¹⁹ Điều thú vị là, trong một điều kiện, chứng khoán của các nhà đầu tư được bán tại thời điểm kết thúc mỗi thời kì, bất kể sự ưa thích của họ. Khi các cổ phần được bán một cách tự động, hiệu ứng ngược vị thế ở mức vừa phải. Phát hiện này nhất quán với vai trò của cảm xúc trong sự lựa chọn của các nhà giao dịch, bởi vì khi họ bắt đầu lại mỗi kỳ mới, cảm giác tiêu cực của sự hối tiếc và sự vui mừng bị kìm nén lại.

10.5 HIỆU ỨNG THU NHẬP NGOÀI KỲ VỌNG

Tiếp theo, chúng ta cùng đi đến một ví dụ khác về hành vi phụ thuộc chiêu hướng (path-dependent behavior). Hành vi này có nghĩa là quyết định của một người sẽ bị ảnh hưởng bởi những gì diễn ra trước đó. Richard Thaler và Eric Johnson đưa ra những bằng chứng cho thấy hành vi cá nhân sẽ bị ảnh hưởng như thế nào bởi những khoản lời và lỗ trước đó.²⁰ Sau một khoản lời, con người dễ dàng hơn trong việc chấp nhận rủi ro. Hành vi này được quy cho hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng, ám chỉ những con bạc sẵn sàng mạo hiểm với số tiền vừa thắng được. Sau một thua lỗ thì vấn đề lại không rõ ràng. Một mặt, con người thường như muốn hòa vốn, vì thế một người bị lỗ trước đó muốn tiếp tục cuộc may rủi để cố gắng hòa vốn. Hành vi này được quy cho hiệu ứng hòa vốn. Mặt khác, lần thua lỗ đầu tiên có thể làm gia tăng sự e ngại đối với rủi ro và cái này được gọi là **hiệu ứng vết rắn cắn (snake-bit effect)**.

BẰNG CHỨNG VỀ HIỆU ỨNG THU NHẬP NGOÀI KỲ VỌNG TRÊN QUY MÔ LỚN

Bằng chứng đầu tiên về hành vi phụ thuộc chiêu hướng trong việc đưa ra quyết định đến từ những khảo sát mang tính giả thuyết hay từ những thí nghiệm với các đối tượng là sinh viên, do đó liệu những kết quả đạt được có đúng với các quyết định tài chính có rủi ro cao hay không vẫn còn là một thách thức. Để ngăn ngừa vấn đề này, một số nhà nghiên cứu đã chuyển qua nghiên cứu các quyết định của các thí sinh trong một gameshow và qua đó tìm hiểu hành vi của con người khi các khoản đặt cược tương đối lớn.

Theo một nghiên cứu gần đây của Thierry Post, Martijn J. van den Assem, Guido Baltussen và Richard Thaler nghiên cứu những lựa chọn được đưa ra trong một gameshow nổi tiếng “Deal or No Deal?”. Gameshow

này lên sóng lần đầu ở Hà Lan vào năm 2002 và sau đó đã được phát sóng ở nhiều nước như Đức, Mexico, Tây Ban Nha và Mỹ. Thực vậy, tiền đặt cược rất lớn, ở Hà Lan các kết quả dao động từ 0.01 euro đến 5,000,000 euro. Mặc dù, luật chơi của gameshow thay đổi ở từng nước, nhưng cách chơi cơ bản là như nhau. Một người chơi sẽ đổi mặt với 26 chiếc cặp và trong mỗi cặp chứa một ẩn số. Người chơi sẽ chọn một trong số 26 chiếc cặp. Chiếc cặp này sẽ được giữ lại. Người chơi sẽ chọn lần lượt 6 chiếc cặp khác và xem ẩn số bên trong. Kế tiếp, ngân hàng sẽ chào mua cho chiếc cặp được giữ lại với mức giá nào đó, nếu người chơi đồng ý thì sẽ ra về với số tiền mà ngân hàng chào mua. Người chơi có thể không chấp nhận và tiếp tục cuộc chơi. Người chơi giữ lại chiếc cặp chọn ban đầu và mở tiếp 5 chiếc cặp và xem ẩn số chứa bên trong. Ngân hàng sẽ tiếp tục chào mua chiếc cặp người chơi đang nắm giữ và gameshow cứ tiếp diễn cho đến khi người chơi chấp nhận mức giá ngân hàng chào mua hoặc là sẽ ra về với số tiền có trong chiếc cặp người chơi lựa chọn lúc đầu. Tuy mức giá mà ngân hàng chào mua không dự đoán được chính xác, nhưng thường ngân hàng sẽ chào mua ở mức giá thấp rồi tăng dần theo thời gian, và sẽ tăng (hoặc giảm) khi giá trị chiếc cặp được mở ra là thấp (cao).

Các nhà nghiên cứu tìm thấy rằng các quyết định của người chơi bị chi phối mạnh mẽ bởi những gì xảy ra trước đó. Khi chiếc cặp giá trị thấp được mở ra thì người chơi mạo hiểm hơn. Điều này cũng tương tự như hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng bởi vì chiếc cặp giá trị thấp bị loại bỏ thì khoản tiền thắng kỳ vọng sẽ cao hơn và người chơi thấy một khoản lời. Ngược lại, khi chiếc cặp giá trị lớn được mở ra thì người chơi thấy một khoản lỗ trên số tiền thắng kỳ vọng. Phù hợp với hiệu ứng hòa vốn, các quyết định của người chơi phản ánh sự sụt giảm trong mức độ e ngại rủi ro và họ vẫn tiếp tục mạo hiểm để có cơ hội hòa vốn. Quan trọng hơn nữa, điểm mấu chốt là những thay đổi đáng kể trong giá trị tài sản kỳ vọng bất kể là tăng hay giảm đều dẫn đến việc chấp nhận nhiều rủi ro hơn.

LÝ THUYẾT TRIỂN VỌNG VÀ CHUỖI QUYẾT ĐỊNH

Một số phát hiện về hành vi theo sau những khoản lời và lỗ dường như phủ nhận lý thuyết triển vọng. Hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng cho rằng sự e ngại rủi ro sẽ giảm xuống sau khoản lời đầu tiên trong khi lý thuyết triển vọng thì không dự đoán như vậy. Điều đáng lưu ý là, hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng không nhất quán với lý thuyết triển vọng bởi vì lý thuyết triển vọng được phát triển theo hướng mô tả những trò may rủi

chỉ tồn tại một lần (one-shot gambles). Quay trở lại thảo luận của chúng ta về vấn đề tích hợp và tách biệt được trình bày ở Chương 3. Theo tính tích hợp, nhà đầu tư sẽ kết hợp các kết quả của cuộc cá cược tiếp theo, trong khi đó, theo tính tách biệt, mỗi trò may rủi sẽ được xem xét một cách riêng biệt. Thay vì đưa ra thách thức đối với lý thuyết triển vọng thì hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng tốt nhất nên được xem là bằng chứng cho thấy chuỗi các trò may rủi đôi khi được tích hợp thay vì tách biệt. Nếu tích hợp, sau một khoản lời lớn thì một cá nhân có thể tránh được điểm gây e ngại thua lỗ của hàm giá trị và giảm bớt sự e ngại rủi ro. Nghĩ về mặt cảm xúc, những cảm xúc như là sự kiêu hãnh và hối tiếc được cảm nhận như thế nào tùy thuộc vào việc phân loại những gì đã trải qua như thế nào, chẳng hạn như gia tăng hay gộp chung lại với nhau.

Bằng chứng của Thaler và Johnson cung cấp kiến thức quan trọng về việc một cá nhân đưa ra những chuỗi quyết định như thế nào. Con người không nhất thiết phải kết hợp kết quả của các trò may rủi khác nhau. Những nhà nghiên cứu khác cũng ghi nhận hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng trong hành vi của các cá nhân.²¹ Lý thuyết tài chính đang dần kết hợp chặt chẽ những hiểu biết về hành vi cá nhân dựa trên tâm lý học và quá trình đưa ra quyết định. Chẳng hạn như, theo mô hình của Nicholas Barberis, Ming Huang và Tano Santos, các nhà đầu tư có được độ hữu dụng từ việc tiêu dùng và những thay đổi trong tài sản. Trong khi các mô hình truyền thống, con người chỉ đánh giá việc tiêu dùng.²² Trong mô hình mở rộng ở trên, các nhà đầu tư e ngại thua lỗ, vì thế họ sẽ nhạy cảm với sự sụt giảm hơn so với sự gia tăng trong tài sản, và do đó các kết quả trước đó sẽ ảnh hưởng đến những hành vi tiếp theo. Sau một sự gia tăng trong giá chứng khoán, con người ít e ngại rủi ro hơn bởi vì những khoản lời trước đó sẽ làm nhẹ bớt đi những khoản thua lỗ theo sau. Ngược lại, sau một sự sụt giảm trong giá chứng khoán, nhà đầu tư sẽ lo lắng về những khoản thua lỗ tiếp theo vì thế sự e ngại rủi ro sẽ gia tăng. Do đó, mô hình của Barberis, Huang và Santos dự đoán rằng sự tồn tại của hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng trong thị trường tài chính sẽ làm gia tăng tính biến động của giá chứng khoán. Sau khi giá chứng khoán gia tăng, các nhà đầu tư sẽ có mức đệm an toàn do những khoản lời, vì thế họ sẽ ít e ngại rủi ro khi sở hữu chứng khoán. Thực vậy, theo như mô hình này, các khía cạnh của lý thuyết triển vọng ngày càng được vận dụng nhiều trong các mô hình tài chính.

Mặc dù đã có những bước tiến nhất định, nhưng dường như những hiểu biết của chúng ta về hành vi nối tiếp nhau trong việc hình thành thị

trường vẫn chưa hoàn thiện. Hành vi cá nhân ảnh hưởng đến việc hình thành thị trường như thế nào? Những nghiên cứu thực nghiệm gần đây về một thị trường trong đó việc đưa ra các quyết định là nối tiếp nhau đã cho ta một vài hiểu biết sau.²³ Những nhà giao dịch nhận được những khoản lợi nhuận bất ngờ (windfall) trước khi tiến hành giao dịch sẽ đưa ra mức giá mua cao hơn để có được tài sản, và do đó giá cả thị trường sẽ tăng lên đáng kể. Thực vậy, mức giá duy trì cao trên toàn thị trường trong suốt ba thời kỳ. Theo hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng dự đoán, con người thường như ít e ngại rủi ro hơn sau khi nhận được những khoản tiền bất ngờ, như thể những khoản lời có được trước đó là tấm đệm cho những khoản lỗ sau này. Hành vi quan sát được lại cho thấy không phải lúc nào những người giao dịch cũng sẽ mua chứng khoán tại mức giá cao hơn sau khi có sự gia tăng trong tài sản. Không có bằng chứng cho thấy các nhà giao dịch chấp nhận nhiều rủi ro hơn nếu những khoản lợi nhuận tăng thêm phát sinh từ hoạt động giao dịch tốt trong điều kiện thị trường mở. Kết quả chỉ ra rằng mức tài sản tuyệt đối chiếm ưu thế hơn trong việc chi phối hành vi tiếp theo, vì thế những thay đổi trong giá trị tài sản sẽ kém quan trọng hơn. Hành vi này có thể là do những nhà giao dịch chuyên nghiệp được huấn luyện để hành động một cách chuẩn tắc hơn (nghĩa là ít giống với lý thuyết triển vọng và ít cảm xúc hơn). Thực tế, cần có thêm nhiều nghiên cứu thì chúng ta mới hiểu rõ hơn về động lực của thị trường và liệu những hành vi cá nhân sẽ thích nghi hay chi phối các kết quả của thị trường.²⁴

10.6 ẢNH HƯỞNG

Cho đến giờ chúng ta đã tranh luận rằng cảm xúc, nhất là sự hối tiếc, có thể tác động đến việc đưa ra các quyết định tài chính. Những phản ứng cảm xúc cũng do nhiều tác nhân kích thích mà ta trải qua hằng ngày. Những đánh giá cảm xúc của một cá nhân chính là cảm tính xuất hiện do một tác nhân kích thích nào đó. Ví dụ, hãy hình dung chính bạn đang đàm phán một hợp đồng cho công ty của bạn. Sau đó tiếp tục tưởng tượng rằng bạn ngay lập tức không thích đối tác. Và bạn hãy thử đoán xem kết quả có bị chi phối bởi cảm tính của bạn? Ảnh hưởng để cập đến mức độ của nhân tố kích thích và phản ánh ẩn tượng hay đánh giá của một cá nhân. Theo kinh nghiệm, nhận thức của một người bao gồm cả những phản ứng mang tính cảm xúc và vì thế, sự phán xét và việc đưa ra quyết định gắn với những phản ứng riêng của mỗi người.

Một số nhà tâm lý học cho rằng những suy nghĩ của con người được

cấu tạo từ những hình ảnh bao gồm những biểu hiện mang tính cảm giác và tượng trưng.²⁵ Những hình ảnh này được hình thành bởi những cảm xúc tích cực hay tiêu cực và liên kết với các trạng thái của cơ thể. Ở mức độ thần kinh, những phản ứng cơ thể (somatic marker) hình thành từ những kinh nghiệm sẽ thiết lập nên sự liên kết giữa một kinh nghiệm và một trạng thái của cơ thể (chẳng hạn như vui vẻ hay khó chịu). Thực tế, những phản ứng mang tính cảm xúc là những biểu hiện nhận thức của trạng thái cơ thể riêng biệt, và bộ não sẽ dùng cảm xúc để giải thích một tình huống nào đó. Con người thường bị hấp dẫn bởi những nhân tố kích thích liên quan đến phản ứng cơ thể tích cực và thường tránh xa những gì liên quan đến phản ứng cơ thể tiêu cực. Những phản ứng mang tính cảm xúc vốn dễ tiếp cận sẽ cung cấp những cách thức thuận tiện và hiệu quả trong việc đưa ra các quyết định bởi vì những phản ứng khiến cho việc đánh giá dễ dàng hơn điểm cộng và điểm trừ của một nhân tố kích thích.²⁶

Một số nghiên cứu xem xét vai trò của ảnh hưởng trong việc đưa ra các quyết định tài chính. Trong Chương 16, chúng ta sẽ thảo luận về vấn đề những nhà quản lý có thể bị tác động như thế nào? Cảm xúc cũng đóng một vai trò nhất định trong các thị trường. Ví dụ, có ý kiến cho rằng tồn tại một mối quan hệ giữa hình ảnh của thị trường và những gì xảy ra trong thị trường.²⁷ Kết luận này dựa trên việc quan sát sự sẵn lòng đầu tư vào một công ty của những người tham gia thử nghiệm bị tác động bởi những phản ứng mang tính cảm xúc của họ đối với vị thế của công ty trong ngành. Một số thí nghiệm khác cũng cho thấy hình ảnh của công ty có tác động đáng kể đến quyết định phân bổ danh mục đầu tư của những người tham gia.²⁸

Trong tương lai, chúng ta có lẽ sẽ thấy thêm nhiều nghiên cứu về vai trò của ảnh hưởng trong các quyết định tài chính. Các nhà tâm lý học tin rằng những phản ứng mang tính cảm xúc sẽ ảnh hưởng đến việc phán đoán và đưa ra quyết định, ngay cả khi không có những đánh giá về nhận thức, tuy nhiên chúng ta chưa hiểu một cách đầy đủ về việc những ảnh hưởng sẽ đưa đến kết cục như thế nào.²⁹ Ngoài ra, các nhà tâm lý học đề xuất rằng khi mà những phản ứng mang tính cảm xúc và những đánh giá về nhận thức đưa ra những hành động khác nhau thì cảm xúc sẽ là nhân tố đóng vai trò chi phối đối với hành vi của con người.³⁰ Tuy nhiên, một lần nữa, chúng ta còn phải nghiên cứu rất nhiều nếu chúng ta muốn biết được khi nào thì một áp lực cụ thể có thể chiếm ưu thế.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Một số nhà nghiên cứu cho rằng tâm trạng của nhà đầu tư sẽ chuyển thành tâm trạng của thị trường, và đến lượt điều này sẽ tác động đến các kết quả của thị trường. Tuy nhiên cũng cần phải thận trọng với những kết luận này bởi vì chúng ta chưa hiểu rõ mối quan hệ giữa cảm xúc và thái độ đối với rủi ro.
2. Nhiều bằng chứng cho thấy rằng hai cảm xúc, kiêu hãnh và hối tiếc, sẽ tác động đáng kể đến việc đưa ra quyết định tài chính của các cá nhân.
3. Theo hiệu ứng ngược vị thế, con người bán đi những khoản lời quá sớm và nắm giữ những khoản thua lỗ quá lâu. Bằng chứng thực nghiệm đã ghi nhận khuynh hướng này.
4. Hiệu ứng ngược vị thế thường được giải thích bởi lý thuyết triển vọng. Do hình dạng của hàm giá trị, nhà đầu tư thường ít e ngại rủi ro hơn đối với những chứng khoán lỗ, vì thế họ có thể nắm giữ chúng lâu hơn.
5. Những tranh luận lý thuyết và những bằng chứng thực nghiệm gần đây cho thấy sự e ngại thua lỗ do tâm lý sợ hãi hối tiếc có thể giải thích tốt hơn cho hiệu ứng ngược vị thế.
6. Theo hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng, sau một khoản lời thì nhà đầu tư ít e ngại rủi ro hơn.
7. Sau những khoản lỗ, hiệu ứng vết rắn cắn (con người có ít khả năng chấp nhận rủi ro hơn) và hiệu ứng hòa vốn (con người có nhiều khả năng chấp nhận rủi ro hơn) vận hành theo hướng trái ngược nhau. Và quan điểm sau đường như chiếm ưu thế hơn.
8. Phụ thuộc chiêu hướng trong các quyết định, quan điểm cho rằng con người đôi khi tích hợp các trò may rủi liên tiếp nhau, được chứng minh đối với các trò cá cược quy mô lớn thông qua việc quan sát những lựa chọn của những người chơi trong một gameshow.
9. Ảnh hưởng phản ánh ấn tượng và đánh giá các tác nhân kích thích của một cá nhân. Bởi vì nhận thức của một người gắn với những phản ứng mang tính cảm xúc nên các quyết định sẽ bị chi phối bởi ảnh hưởng.

CÂU HỎI THẢO LUẬN

1. Phân biệt các thuật ngữ/khái niệm sau:
 - a. Cảm giác hối tiếc và sự thất vọng
 - b. Hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng và hiệu ứng hòa vốn
 - c. Ảnh hưởng (danh từ) và ảnh hưởng (động từ)
 - d. Tâm trạng xấu và sự chán nản
2. Trong các thị trường nhà đất, có một sự tương quan thuận giữa giá cả và khối lượng giao dịch. Khi có một sự bùng nổ trong thị trường nhà đất, nhiều ngôi nhà sẽ được bán với mức giá được đưa ra bởi người bán (thậm chí cao hơn). Trong giai đoạn khủng hoảng thì nhà đất được chào bán với mức giá cao hơn so với mức giá kỳ vọng hợp lý trong một thời gian dài. Vậy có thể lý giải điều này như thế nào?
3. Một số ngân hàng đầu tư tiến hành hoạt động tự doanh, có nghĩa là ngân hàng sẽ thực hiện việc mua và bán chứng khoán bằng vốn của ngân hàng nhằm tìm kiếm lợi nhuận. Để bù đắp cho sự sụt giảm trong một bộ phận nào đó thì các giao dịch viên trong các bộ phận có lợi nhuận có thể chủ động hơn trong việc thực hiện các hoạt động tự doanh. Vậy hành động này có phải là hành động khôn ngoan?
4. Sáng nay bạn thức dậy với tâm trạng gắt gỏng bởi vì đội bóng yêu thích của bạn vừa bị thua vào hôm qua. Sau đó bạn phải xếp hàng dài mua cafe. Trời bắt đầu mưa và bạn lại để quên dù trong ô tô. Khi bạn đi đến cơ quan, bạn nhận thấy một chứng khoán bạn mua bị rớt giá, vì thế bạn đã bán nó. Bằng chứng này có thể đưa đến kết luận rằng tâm trạng sẽ làm dịch chuyển thị trường hay không?
5. Cuộc khảo sát dựa trên gameshow “Deal or No Deal” cho chúng ta biết được điều gì về hành vi phụ thuộc chi tiêu hướng cũng như sự liên kết hay tách biệt những trò may rủi?

CHÚ THÍCH

1. Shiller, R. J., 2000, *Irrational Exuberance* (Princeton University Press, Princeton, New Jersey), p. 57.
2. Hirshleifer, D., và T. Shumway, 2003, “Good day sunshine: Stock returns and the weather”, *Journal of Finance* 58(3), 1009-1032.

3. Kamstra, M. J., L. A. Kramer, và M. D. Levi, 2002, "Losing sleep at the market: The daylight saving anomaly", *American Economic Review* 90(4), 1005-1011.
4. Edmans, A., D. Garcia, và O. Norli, 2007, "Sports sentiment and stock returns", *Journal of Finance* 62(4), 1967-1998.
5. Ackert, L. F., và B. K. Church, 2001, "The effects of subject pool and design experience on rationality in experimental asset markets", *Journal of Psychology and Financial Markets* 2(1), 6-28; Jamal, K., và S. Sunder, 1996, "Bayesian equilibrium in double auctions populated by biased heuristic traders", *Journal of Economic Behavior and Organization* 31(2), 273-291; Jamal, K., và S. Sunder, 2001, "Why do biased heuristic approximate Bayes' rule in double auctions?", *Journal of Economic Behavior and Organization* 46(4), 431-435; và Chen, S. H., và C. H. Yeh, 2002, "On the emergent properties of artificial stock markets: The efficient markets hypothesis and the rational expectations hypothesis", *Journal of Economic Behavior and Organization* 49(2), 217-239.
6. Wright, W. F., và G. H. Bower, 1992, "Mood effects on subjective probability assessment", *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 52, 276-291.
7. Isen, A. M., T. E. Nygren, và F. G. Ashby, 1988, "Influence of positive affect on the subjective utility of gains and losses: It is just not worth the risk", *Journal of Personality and Social Psychology* 55, 710-717.
8. Kamstra, M. J., L. A. Kramer, và M. D. Levi, 2003, "Winter blues: A SAD stock market cycle", *American Economic Review* 93 (1), 324-343.
9. LeDoux, J., 2002, *Synaptic Self: How Our Brains Become Who We Are* (Simon & Schuster, New York).
10. Hockey, G. R. J., A. J. Maule, P. J. Clough, và L. Bdzola, 2000, "Effects of negative mood states on risk in everyday decision making", *Cognition and Emotion* 14(6), 823-856.
11. Eisenberg, A. E., J. Baron, và M. E. P. Seligman, 1998, "Individual differences in risk aversion and anxiety", University of Pennsylvania working paper.
12. Lưu ý rằng nhiều nghiên cứu về việc ra quyết định dựa trên những câu hỏi mang tính giả thuyết và các quyết định không có được động lực về tài chính. Trong vài trường hợp, các thước đo biểu hiện của tâm trạng chán nản dựa

- trên các cuộc khảo sát sinh viên ở một trường cao đẳng. Tỷ lệ mắc phải tình trạng trầm cảm chẩn đoán lâm sàng thực sự trong một mẫu có thể không biết được. Việc diễn giải các kết quả thậm chí trở nên khó khăn hơn khi một vài nhà nghiên cứu tìm thấy rằng sự lo lắng và buồn bã có những ảnh hưởng khác biệt lên hành vi. Trong một nghiên cứu, những người đánh bạc đang buồn sẽ ưa thích những lựa chọn rủi ro hơn, trong khi những người đang lo lắng lại ưa thích những lựa chọn ít rủi ro hơn. Xem Raghunathan, R., và M. T. Pham, 1999, "All negative moods are not equal: Motivational influences of anxiety and sadness on decision making", *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 79(1), 56-77.
13. Kahneman, D. và A. Tversky, 1979, "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica* 47(2), 263-291; Thaler, R., 1980, "Toward a positive theory of consumer choice", *Journal of Economic Behavior and Organization* 1(1), 39-60.
14. Xem Ferris, S. P., R. A. Haugen, và A. K. Makhija, 1988, "Predicting contemporary volume with historic volume at differential price levels: Evidence supporting the disposition effect", *Journal of Finance* 43(3), 677-697.
15. Odean, T., 1998, "Are investors reluctant to realize their losses?", *Journal of Finance* 53 (5), 1775-1798.
16. Shefrin, H., và M. Statman, 1985, "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence", *Journal of Finance* 40(3), 777-792.
17. Barberis, N., và W. Xiong, 2006, "What drives the disposition effect? An analysis of a long-standing preference-based explanation", NBER Working paper 12397.
18. Summers, B., và D. Duxbury, 2007, "Unraveling the disposition effect: The role of prospect theory and emotions", Working paper.
19. Weber, M., và C. F. Camerer, 1998, "The disposition effect in securities trading: An experimental analysis", *Journal of Economic Behavior and Organization* 33(2), 167-184.
20. Thaler, R. H., và E. J. Johnson, 1990, "Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice", *Management Science* 36(6), 643-660.
21. Battalio, R. C., J. H. Kagel, và K. Jiranyakul, 1990, "Testing

- between alternative models of choice under uncertainty: Some initial results”, *Journal of Risk and Uncertainty* 3(1), 25-50; và Gertner, R., 1993, “Game shows and economic behavior: Risk-taking on ‘Card sharks’”, *Quarterly Journal of Economics* 108(2), 507-521.
22. Barberis, N., M. Huang, và T. Santos, 2001, “Prospect theory and asset prices”, *Quarterly Journal of Economics* 116(1), 1-53.
23. Ackert, L. F., N. Charupat, B. K. Church, và R. Deaves, 2006, “An experimental examination of the house money effect in a multi-period setting”, *Experimental Economics* 9, 5-16.
24. Một nghiên cứu gần đây đề xuất rằng hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng có thể giải thích cho những mẫu hình quan sát được trong độ biến động hàm ý của quyền chọn chỉ số. Tác giả thấy rằng các khoản lời trước đó có thể giảm bớt sự e sợ thua lỗ. Xem Low, C., 2004, “The fear and exuberance from implied volatility of S&P 100 index options”, *Journal of Business* 77(3), 527-546.
25. Damasio, A. R., 1994, *Descartes' Error: Emotion, Reason, and the Human Brain* (Putnam, New York); và Charlton, B., 2000, *Psychiatry and the Human Condition* (Radcliffe Medical Press, Oxford).
26. Finucane, M. L., A. Alhakami, P. Slovic, và S. M. Johnson, 2000, “The affect heuristic in judgments of risks and benefits”, *Journal of Behavioral Decision Making* 13(1), 1-17.
27. MacGregor, D. G., P. Slovic, D. Dreman, và M. Berry, 2000, “Imagery, affect, and financial judgment”, *Journal of Psychology and Financial Markets* 1(2), 104-110.
28. Ackert, L. F., và B. K. Church, 2006, “Firm image and individual investments decisions”, *Journal of Behavioral Finance* 7(3), 155-167.
29. Xem Zajonc, R. B., 1980, “Feeling and thinking: Preferences need no inferences”, *American Psychologist* 35(2), 151-175; và Zajonc, R. B., 1984, “On the primacy of affect”, *American Psychologist* 39, 117-123.
30. Nesse, R. M., và R. Klaas, 1994, “Risk perception by patients with anxiety disorders”, *Journal of Nervous and Mental Disease* 182(8), 465-470; và Rolls, E. T., 1999, *The Brain and Emotion* (Oxford University Press, Oxford).

ẢNH HƯỞNG XÃ HỘI

PHẦN

IV

Chương 11: Ảnh hưởng xã hội: vị kỷ hay vị tha?

Chương 12: Ảnh hưởng xã hội ở nơi làm việc: Sự sụp đổ của một công ty Mỹ

ẢNH HƯỞNG XÃ HỘI: VỊ KỶ HAY VỊ THA?

CHƯƠNG 11

11.1 GIỚI THIỆU

Homo economicus, hay “**con người kinh tế - economic man**”, là người đưa ra các quyết định hợp lý và mang tính tư lợi (self-interested). Những chương trước đã định nghĩa rõ thế nào là người ra quyết định hợp lý trong tài chính và trình bày một số bằng chứng cho thấy tính hợp lý không phải lúc nào cũng là giả định tốt nhất. Những nghiên cứu quan trọng gần đây liên quan đến việc ra quyết định tập trung vào những đặc tính khác của con người kinh tế - con người đôi khi hành động không vì lợi ích vật chất của bản thân. Chương này sẽ xem xét các bằng chứng cho thấy lợi ích xã hội ảnh hưởng đến cách mọi người ra quyết định. Chúng ta tập trung vào những **ưu tiên đối với người khác (other-regarding preferences)**, như là sự công bằng và có đi có lại, bởi vì con người tư lợi là đề tài chính của hầu hết lý thuyết và thực tiễn tài chính.

Chương này bắt đầu ở mục 11.2 với một khái niệm rõ ràng về con người kinh tế. Sau đó, mục 11.3 mô tả các thí nghiệm đo lường khuynh hướng tiến tới sự công bằng, có đi có lại, và tin tưởng nhau của con người. Phần này cũng trình bày những chứng cứ về ảnh hưởng xã hội giữa các nền văn hóa khác nhau. Mọi người thường hành động theo cách có đi có lại, thậm chí khi không vì danh tiếng hay vì có khả năng bị trả đũa. Sau khi xem xét các bằng chứng hỗ trợ quan điểm cho rằng con người có những ưu tiên đối với người khác, mục 11.4 cung cấp hai ví dụ để minh họa cho việc chúng ta có thể sẽ có những kết luận không đúng về các vấn đề tài chính quan trọng nếu không tính đến những ảnh hưởng xã hội. Đặc biệt, chúng ta sẽ xem xét mối quan hệ giữa ảnh hưởng xã hội và sự cạnh tranh trong thị trường và việc xây dựng một hợp đồng tối ưu. Tiếp theo, tại mục 11.5, chúng ta xem xét việc tuân theo áp lực từ phía xã hội.

Trong mục 11.6, chúng ta sẽ thấy rằng cảm xúc và hành vi xã hội liên kết với nhau. Chương này sẽ kết thúc tại mục 11.7 với việc xem xét tranh luận rằng phản ứng với ảnh hưởng xã hội được hình thành tự nhiên trong bộ não của chúng ta thông qua quá trình tiến hóa.

11.2 HOMO ECONOMICUS

Trong phần lớn các lý thuyết tài chính, những người đưa ra quyết định được mô tả là hợp lý và tư lợi. Quan điểm *homo economicus* xem xét về hành vi của con người được xây dựng bởi một nhà kinh tế học ở thế kỷ XIX John Stuart Mill, mặc dù ông không thật sự dùng thuật ngữ này.¹ Như Mill lập luận, kinh tế học:²

... không xem toàn bộ bản chất của con người là được định hình bởi tình trạng xã hội, cũng như không phải toàn bộ tư cách đạo đức của con người trong xã hội. Nó chỉ liên quan tới những người mong muốn giàu có, và những người có khả năng đánh giá, so sánh tính hiệu quả của các cách thức để đạt được mục tiêu đó. Nó chỉ dự đoán các hiện tượng diễn ra trong thực trạng xã hội do kết quả của việc theo đuổi sự giàu có. Nó trừu tượng hóa toàn bộ sự đam mê hoặc động cơ khác của con người; ngoại trừ các nguyên tắc được coi là luôn mâu thuẫn với những ham muốn giàu có, cụ thể là, ác cảm với lao động, và mong muốn được tận hưởng các thú vui tối thiểu ở hiện tại.

Chú ý rằng, tuy con người muốn tích lũy của cải, Mill cho rằng lao động bị tối thiểu hóa. Mill cũng nhận ra rằng các động cơ khác có thể quan trọng, nhưng đồng thời ông chỉ muốn tính đến những động cơ “luôn luôn mâu thuẫn”. Trong quá trình phát triển lý thuyết, Mill nhận ra rằng việc bao gồm một loạt các yếu tố sẽ khiến cho các mô hình trở nên vô định. Nếu một mô hình không thể cung cấp các dự báo hoặc các hướng dẫn để đưa ra quyết định thực tiễn thì nó không hữu dụng. Nói theo cách của Mill, nếu kinh tế học là một môn khoa học “... các quy tắc thực tiễn phải có khả năng được thiết lập dựa trên nó”.³

Trong khi Mill loại trừ “toute bộ tư cách đạo đức của con người trong xã hội” trong định nghĩa của ông về con người kinh tế, ông không loại trừ bất kỳ vai trò nào của xã hội. Phần lớn công trình của ông tập trung vào vai trò quan trọng của các tổ chức. Ví dụ, ông đã chỉ trích chế độ thuế mướn trong ngành nông nghiệp ở Ireland vì ông cho rằng điều đó không thúc đẩy nông dân nỗ lực.

Bằng chứng gần đây cho thấy động cơ về tiền bạc không phải là thứ duy nhất con người quan tâm đến. Như vậy, quan điểm cho rằng lý thuyết “... xem xét hợp lý con người chỉ liên quan đến việc mua và tiêu thụ tài sản” có thể đã quá hạn hẹp.⁴ Xem xét động cơ của con người trong một phạm vi rộng hơn là cần thiết khi tìm hiểu các quyết định tài chính.

11.3 SỰ CÔNG BẰNG, CÓ ĐI CÓ LẠI VÀ TIN TƯỞNG LẦN NHAU

Hầu hết mọi người đều chấp nhận rằng sự công bằng có ý nghĩa trong xã hội chúng ta. Tuy vậy, cùng lúc đó, ít người hơn chấp nhận lập luận là sự công bằng quan trọng trong việc đưa ra quyết định tài chính. Mặc dù vậy, trong những năm gần đây, một số nhà nghiên cứu cho rằng sự công bằng, có đi có lại và tin tưởng nhau rất quan trọng trong các giao dịch kinh doanh. Ở mức độ cơ bản, tin tưởng là điều kiện tiên quyết để một nền kinh tế hoạt động hiệu quả. Chúng ta có thể soạn thảo hợp đồng quy định cụ thể từng chi tiết riêng biệt trong từng giao dịch của doanh nghiệp và cá nhân, nhưng hãy nghĩ đến chi phí! Nếu chúng ta tin tưởng người khác sẽ hành động một cách công bằng, chi phí giao dịch được giảm đi rất nhiều. Trong thực tế, các nghiên cứu cho thấy phần lớn mọi người đối xử công bằng và tin tưởng vào những người khác, ngay cả những người mà họ không biết và có thể sẽ không bao giờ gặp lại.⁵ Ví dụ hàng ngày của sự công bằng và tin tưởng đó là việc thưởng tiền bo cho những người bồi bàn tại các nhà hàng. Nếu sự phục vụ khá tốt, chúng ta thường thưởng cho nhân viên. Việc thưởng tiền không phải là bắt buộc, nhưng khi đi ăn bên ngoài hầu hết chúng ta sẽ coi đó là công bằng, và, ngược lại, những người bồi bàn tận tâm cũng tin tưởng rằng khách hàng sẽ nhận ra những nỗ lực của họ.⁶

CÁC TRÒ CHƠI TỐI HẬU VÀ ĐỘC TÀI

Hãy xem xét một thí nghiệm mang tính giả thuyết, trong đó bạn và một sinh viên giấu tên là một cặp. Hai người sẽ chia nhau một số tiền. Mặc dù tình huống này chỉ mang tính giả thuyết, nhưng hãy cố gắng trả lời các câu hỏi sau đây như thế bạn đã có một số tiền thực:

Trò chơi 1:

Một nửa số người tham gia cuộc thử nghiệm đang trong phòng A và một nửa khác đang trong phòng B. Mỗi người tham gia trong phòng

A sẽ được kết hợp ngẫu nhiên với một ai đó trong phòng B. Không ai biết người bắt cặp với mình là ai. Những người tham gia tại phòng A (những người đề nghị) đã được cho \$10 và có cơ hội chia cho người được chọn ngẫu nhiên tại phòng B (người đáp trả) một phần của \$10. Những người tham gia tại phòng A có thể gửi số tiền bất kỳ – từ \$0, \$1, \$2, \$3, \$4, \$5, \$6, \$7, \$8, \$9, hay \$10. Những người tham gia ở phòng B có thể chấp nhận số tiền được chia, trong trường hợp này kết quả cuối cùng sẽ là tỷ lệ phân chia mà bên A đề nghị. Hoặc, người tham gia tại phòng B có thể từ chối số tiền được gửi, trong trường hợp này cả hai bên không nhận được gì cả.

Bạn là một người đề nghị tại phòng A. Bạn sẽ gửi cho người tham gia bắt cặp với bạn tại phòng B bao nhiêu? Hãy nhớ rằng bạn có thể gửi số tiền bất kỳ từ \$0 đến \$10 và người tham gia tại phòng B có thể chấp nhận đề nghị này, hoặc từ chối nó, trong trường hợp này cả hai người không được nhận gì cả. Nếu người tham gia kia chấp nhận và bạn gửi đi \$x, bạn giữ lại \$10 - \$x.

Số tiền gửi đến phòng B: _____

Đây được gọi là **trò chơi tối hậu** (*ultimatum game*), và lý thuyết kinh tế cổ điển dự đoán rằng người đáp trả mang tính tư lợi thì sẽ chấp nhận bất kỳ số tiền dương nào.⁷ Người đề nghị khi nhận ra điều này nên đưa ra lời đề nghị nhỏ nhất có thể, như \$1 trong ví dụ trước.

Sự lựa chọn của bạn có tương tự như những sinh viên khác không? Trung bình, những người đề nghị gửi nhiều hơn phần chia tối thiểu có thể. Có lẽ bởi vì họ dự đoán rằng người đáp trả sẽ trả đũa lại lời đề nghị mà họ thấy không công bằng bằng cách từ chối chúng. Qua nhiều thí nghiệm ở nhiều nước khác nhau với các mẫu người tham gia khác nhau, người đáp trả từ chối lời đề nghị thấp hơn 20% số tiền người đề nghị có (\$2 trong ví dụ của chúng ta) với tỷ lệ khoảng 50%.⁸

Những kết quả của trò chơi tối hậu thường như mâu thuẫn với sự tư lợi thuần túy trong hai khía cạnh. Đầu tiên, trái ngược với việc tối đa hóa lợi ích cá nhân, những người đáp trả từ chối các lời đề nghị có số tiền dương. Thứ hai, hành vi của người đề nghị có thể biểu lộ sự ưa thích công bằng khi họ, trung bình, gửi nhiều hơn so với lời đề nghị tối thiểu. Kết luận thứ hai này có thể hơi sớm bởi vì những người đề nghị có thể hành xử một cách có chiến lược và đề nghị lớn hơn mức tối thiểu nếu họ dự đoán được sự trả đũa từ những người đáp trả.

Một trò chơi khác được đề xuất để tách rời sự công bằng và chiến lược. Một lần nữa, hãy xem xét một thí nghiệm mang tính giả thuyết, trong đó bạn và sinh viên khác là cặp chơi ngẫu nhiên. Hai người sẽ chia nhau một số tiền. Mặc dù tình huống chỉ mang tính giả thuyết, nhưng hãy cố gắng trả lời các câu hỏi sau như thể bạn đã có một số tiền thật:

Trò chơi 2:

Một nửa số người tham gia cuộc thử nghiệm trong phòng A và một nửa khác trong phòng B. Mỗi người tham gia trong phòng A sẽ được kết hợp ngẫu nhiên với một ai đó trong phòng B. Không ai biết người bắt cặp với mình là ai. Những người tham gia tại phòng A (những người đề nghị) đã được cho \$10 và có cơ hội chia cho người được chọn ngẫu nhiên tại phòng B (người đáp trả) một phần của \$10. Những người tham gia tại phòng A có thể gửi số tiền bất kỳ – \$0, \$1, \$2, \$3, \$4, \$5, \$6, \$7, \$8, \$9, hay \$10. Đề xuất phân chia từ bên A sẽ là kết quả cuối cùng.

Bạn là một người đề nghị tại phòng A. Bạn sẽ gửi cho người bắt cặp ngẫu nhiên với bạn tại phòng B bao nhiêu? Hãy nhớ rằng bạn có thể gửi số tiền bất kỳ từ \$0 đến \$10. Nếu bạn gửi \$x, bạn sẽ giữ lại \$10 - \$x.

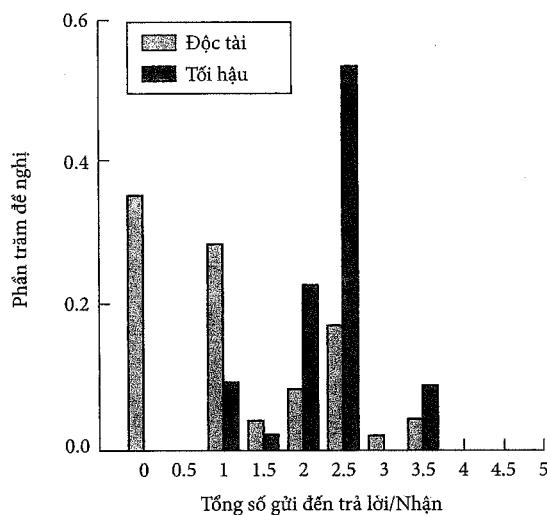
Số tiền gửi đến phòng B: _____

Đây được gọi là **trò chơi độc tài (dictator game)** bởi vì những người trong phòng B không được quyền quyết định. Đây có vẻ như rõ ràng rằng những người đề nghị không nên gửi gì cả trừ khi anh ta quan tâm đến sự công bằng. Hãy nhớ rằng danh tính của những người chơi được bảo mật để danh tiếng của họ không đóng vai trò gì cả.⁹

Hình 11.1 minh họa những kết quả tiêu biểu và so sánh giữa trò chơi tối hậu và độc tài. Số tiền đưa cho người đề nghị trong trò chơi cụ thể này là \$5, không giống như trò chơi được mô tả trước với số tiền là \$10. Trục hoành trong hình cho thấy số tiền bằng đôla đã gửi cho người đáp trả/người nhận, và trực tung cho thấy tỷ lệ phần trăm số lời đề nghị tại mỗi số tiền.

Nếu sự công bằng là yếu tố duy nhất chi phối hành xử của người quyết định trong trò chơi tối hậu, thì các phân phối sẽ giống nhau. Trong hình cho thấy trường hợp này không xảy ra. Phân phối những lời đề nghị cho trò chơi tối hậu rõ ràng lệch về bên phải hơn so với phân phối trong trò chơi độc tài. Những người tham gia trong trò chơi tối hậu thì hào phóng hơn. Trong trò chơi độc tài, 36% người chơi không chia gì cả, trong khi trong trò chơi tối hậu, tất cả người chơi đều đưa ra đề nghị dương.

Hình 11.1 Những đề nghị của người ra đề nghị trong các trò chơi tối hậu và độc tài



Nguồn: Game and Economic Behavior, Vol 6, Issue 3, Forsythe, R., J. L. Horowitz, N. E. Savin, vaf M. Sefton, "Fairness in simple bargaining experiments", 347 – 369, 5/1994.

Trong khi những kết quả của trò chơi độc tài chỉ ra rằng một mình sự công bằng không chi phối tính hào phóng như ta quan sát thấy trong trò chơi tối hậu, chúng ta tiếp tục kết luận rằng có nhiều người coi trọng sự công bằng. Lưu ý rằng nếu 36% những người chơi độc tài không chia gì cả, thì 64% còn lại là chia cho người họ không biết và sẽ không có ý hợp tác trong tương lai. Đây là số tiền thật mà người đề nghị có thể dễ dàng giữ lại. Không có cơ hội cho sự trả đũa, sự trùng phạt, hoặc hình thành tiếng tăm. Hãy nhớ rằng cũng có khoảng 20% những người đáp trả trong trò chơi tối hậu là sẵn sàng hy sinh thu nhập riêng của họ để trả đũa lại người chơi mà họ cảm thấy là không công bằng.

TRÒ CHƠI TIN TƯỞNG

Trò chơi độc tài có thể được dùng để đo lường lòng vị tha thuần túy. Còn một trò chơi khác, được biết như là trò chơi tin tưởng, thì đo lường độ tin cậy và cách hành xử có đi có lại.¹⁰ Giống như trước, hãy cố gắng trả lời các câu hỏi mang tính lý thuyết sau đây như là bạn đang chơi với tiền thật:

Trò chơi 3:

Một nửa số người tham gia thử nghiệm tại phòng A và một nửa khác tại phòng B. Mỗi người tham gia tại phòng A (chủ đầu tư) sẽ kết hợp

ngẫu nhiên với bất kỳ ai tại phòng B (người được ủy thác). Những người tham gia ở mỗi phòng được nhận \$10. Sau đó nhà đầu tư có cơ hội gửi một khoản tiền bất kỳ trong \$10 của họ đến một người tham gia được chọn ngẫu nhiên trong phòng B. Những người tham gia ở phòng A có thể gửi bất kỳ khoản tiền nào như \$0, \$1, \$2, \$3, \$4, \$5, \$6, \$7, \$8, \$9, hoặc \$10.

Mỗi đôla gửi đến phòng B sẽ được tăng gấp ba lần. Những người tham gia tại phòng B sẽ quyết định gửi lại cho phòng A bao nhiêu tiền và giữ lại bao nhiêu. Những người tham gia tại phòng B có thể gửi lại bất kỳ khoản tiền nào từ \$0 cho đến khoản tiền gấp ba lần số tiền nhận được từ phòng A.

Bạn là một nhà đầu tư tại phòng A. Bạn sẽ gửi cho người bắt cặp ngẫu nhiên của bạn tại phòng B bao nhiêu? Hãy nhớ rằng bạn có thể gửi số tiền bất kỳ từ \$0 đến \$10. Nếu bạn gửi $\$x$ người được ủy thác sẽ nhận được $\$3x$ và bạn giữ lại $(\$10 - \$x)$. Sau đó người được ủy thác sẽ quyết định khoản tiền trả lại cho bạn $(\$y)$. Người được ủy thác có thể trả lại số tiền bất kỳ từ \$0 đến $\$3x$. Tổng thu nhập của bạn sẽ là những gì bạn giữ ban đầu, cộng với những gì mà người được ủy thác trả lại bạn tức là $(\$10 - \$x) + \$y$.

Số tiền gửi đến phòng B: _____

Đây được gọi là **trò chơi tin tưởng** (*trust game*) bởi vì nó đo lường được các nhà đầu tư tại phòng A tin tưởng vào những người được ủy thác ở phòng B bao nhiêu. Nó cũng được coi là một trò chơi đầu tư bởi vì những người tham gia tại phòng A “đang đầu tư” một khoản tiền $\$x$ vào những người tham gia tại phòng B.

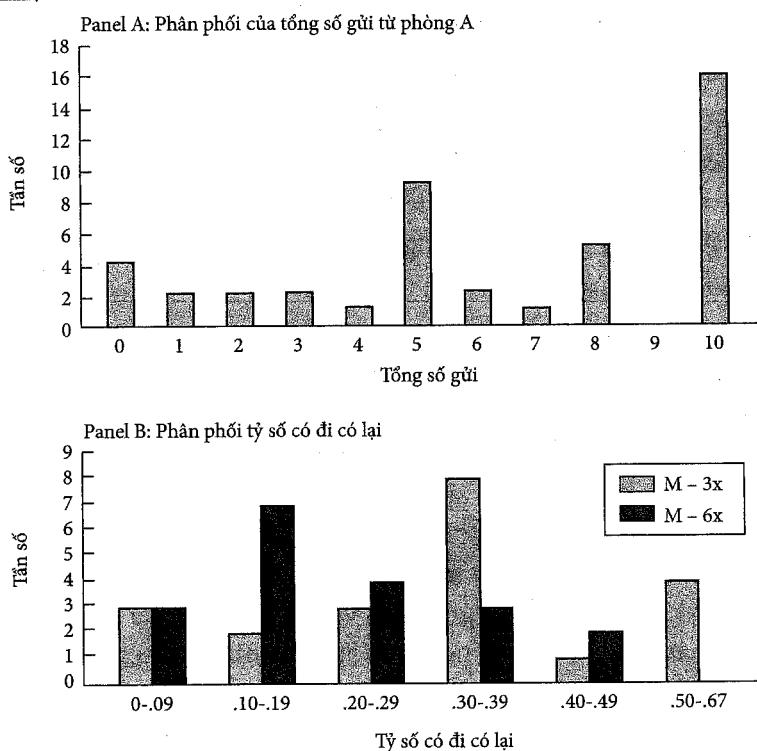
Về lý thuyết, những người được ủy thác ở phòng B không nên trả lại gì cả nếu như họ có tính tư lợi ($\$y = 0$). Các nhà đầu tư ở phòng A sẽ đoán trước được điều này và họ cũng không gửi gì cả ($\$x = 0$). Nhưng lưu ý là nếu các nhà đầu tư tin tưởng những người được ủy thác, họ sẽ nhận được rất nhiều thứ. Nếu không có sự tin tưởng thì tổng lợi nhuận của trò chơi là \$20 ($\$10 + \10) vì mỗi người tham gia chỉ giữ \$10 mà họ nhận ban đầu. Còn nếu như tin tưởng hoàn toàn thì tổng số tiền thu được là \$40 ($\$10 \times 3 + 10\$$) bởi vì người đầu tư sẽ gửi phần vốn \$10 của họ, và sau đó phần vốn đó được nhân lên 3 lần. Nếu họ tin tưởng lẫn nhau, tất cả người chơi đều có khả năng được lợi nhiều hơn.

Thông thường, các nhà đầu tư chỉ gửi một nửa số vốn của họ đến những người được ủy thác, mặc dù độ dao động khoản tiền gửi khác nhau theo từng người. Số tiền gửi này thể hiện sự tin tưởng của những người

ở phòng A. Những người được ủy thác ở phòng B thường trả lại ít hơn những gì họ nhận được từ các nhà đầu tư ($\$y < \x). Như vậy, nhiều nhà đầu tư không nhận lại được từ sự tin tưởng của họ.

Hình 11.2 minh họa những kết quả của một trò chơi tin tưởng. Trong trò chơi này, ban đầu cả hai người chơi nhận được \$10 và số tiền nhà đầu tư gửi đi đã được nhân lên 3 lần ở một số trường hợp ($M - 3x$) và nhân lên 6 lần ở các trường hợp khác ($M - 6x$). Phần lớn các nhà đầu tư ở phòng A (33/44 người) gửi ít nhất là một nửa số vốn ban đầu của họ đến phòng B. Số tiền trung bình được gửi nhiều hơn 6\$, còn mức độ dao động số tiền gửi được thể hiện rõ ràng trên đồ thị. Sự có đi có lại được hiểu là khoản tiền mà các nhà đầu tư được trả trên tổng số tiền mà người ở phòng B nhận được (tức số tiền đã được nhân lên). Hầu hết tỷ lệ có đi có lại ít hơn 50%, hàm ý rằng những người tham gia tại phòng B đã giữ lại nhiều hơn phần mà họ đã trả. Thực tế, nhiều nhà đầu tư đã nhận lại được ít hơn phân họ đã gửi, vì thế sự tin tưởng không nhất thiết được đáp lại trong trò chơi này.

Hình 11.2 Hành vi của những nhà đầu tư và người được ủy thác trong trò chơi tin tưởng



Tin tưởng và có đi có lại có ý nghĩa quan trọng trong các giao dịch kinh doanh. Giống như trong trò chơi này, nếu không có sự tin tưởng thì rất nhiều lợi ích tiềm năng trong giao dịch có thể bị mất đi.

AI CÔNG BẰNG HƠN?

Chương này cung cấp bằng chứng cho thấy một số người là công bằng, cư xử có đi có lại và tin tưởng vào người khác. Mặc dù là chúng ta cũng đã thấy có sự khác biệt rất lớn trong tính cách của từng người. Liệu chúng ta có thể nói lên điều gì đó về tính cách con người, ai công bằng hơn ai hay không?

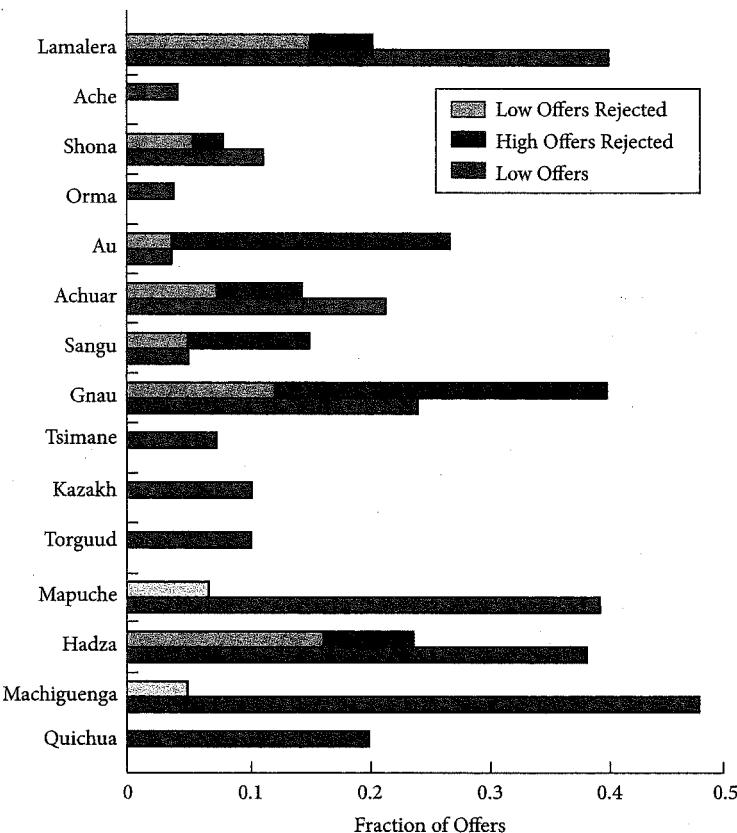
Nhiều bài nghiên cứu đã khảo sát xem liệu con người có hướng đến các hành vi vì cộng đồng hay không, và các kết luận đưa ra là khá lẫn lộn. Xem xét về nền tảng văn hóa, giới tính hay học vấn đều không đưa đến kết luận đáng tin cậy. Một nhân tố dường như có ảnh hưởng nhất quán là tuổi tác, ít nhất là đối với trẻ nhỏ. Trẻ nhỏ có xu hướng tư lợi nhiều hơn, và khi chúng lớn lên, chúng bắt đầu quan tâm đến xã hội hơn.¹¹

Mặc dù tính cách cá nhân dường như không phải là vấn đề quan trọng lắm, các kết quả trong cuộc thử nghiệm giữa các nền văn hóa cho thấy có mối quan hệ quan trọng giữa hành vi xã hội và tổ chức kinh tế của một nền văn hóa. Các thử nghiệm với người Machiguenga, sống trong rừng Amazon của Peru cho thấy một số kết quả đáng ngạc nhiên.¹² Người Machiguenga sống thành thị tộc hay các nhóm bộ lạc. Họ sống bằng cách săn bắn, đánh cá và làm nương rẫy. Sự trao đổi được thực hiện giữa các thành viên gia đình, hiếm khi có sự trao đổi với bên ngoài. Vì vậy, bạn có thể tưởng tượng rằng nền văn hóa và cuộc sống hàng ngày của họ thì khá khác với các sinh viên đô thị điển hình. Trong các cuộc thử nghiệm cho thấy người Machiguenga ít hào phóng hơn so với kết quả trong các tài liệu nghiên cứu.

Đây có phải là một ngoại lệ, hay nó cho thấy một sự khác biệt văn hóa mạnh mẽ? Một nhóm nhà nghiên cứu đã tìm ra câu trả lời cho câu hỏi này.¹³ Họ đã xác định một loạt nhóm với các nền văn hóa khác nhau và đã gửi các nhà nghiên cứu đến để thực hiện các trò chơi, bao gồm trò chơi tối hậu. Trong khi các sinh viên thường để xuất khoảng 42% đến 48% nguồn vốn của họ cho những người đáp trả, thì người đề nghị trong các cuộc thử nghiệm so sánh giữa các nền văn hóa đã để xuất với độ phân tán rộng hơn từ 25% đến 57% nguồn vốn của họ. Hành vi của những người đáp trả cũng biến đổi nhiều hơn so với các quan sát trước đây. Như hình 11.3 cho

thấy, việc từ chối đề nghị thì hiếm thấy ở một nhóm người này, nhưng lại phổ biến ở một nhóm người khác. Ở một vài nhóm, những lời đề nghị thấp, khoảng ít hơn 20% nguồn vốn, cũng không bị tất cả mọi người từ chối. Còn ngay cả khi họ đề nghị hơn 50% nguồn vốn (hầu như được xem là khá công bằng) thì lại bị từ chối trong những nhóm khác như Gnau của Papua New Guinea.

Hình 11.3 Sự từ chối các đề nghị của những người đáp trả trong trò chơi tối hậu



Henrich, J., 2000, "Does culture matter in economic behavior? Ultimatum game bargaining among the Machiguenga of the Peruvian Amazon", *American Economic Review* 90{4}, 973-979.

Mặc dù việc nghiên cứu này vẫn đang tiếp tục, nó cho thấy hành vi vì cộng đồng có liên quan đến cách con người điều khiển cuộc sống hàng ngày của họ như thế nào. Trong khi sự khác biệt về nhân khẩu học ở các cá nhân dường như không quan trọng lắm, thì tổ chức kinh tế và mức độ hội nhập thị trường lại có ảnh hưởng quan trọng. Trong tài chính, chúng ta luôn nghĩ rằng thị trường hoạt động tốt hơn khi con người có tính tư

lợi. Nghiên cứu so sánh giữa các nền văn hóa lại tìm thấy điều ngược lại. Trong các nền văn hóa mà hoạt động trao đổi qua lại càng nhiều, thì những người tham gia thử nghiệm càng đưa ra đề nghị hào phóng hơn. Trong tương lai, những điều tra bổ sung có thể giúp chúng ta hiểu rõ hơn về chiều hướng của tác động này. Nói cách khác, con người sống vì cộng đồng khi họ quen trao đổi qua lại với nhau hơn, hay là họ thiên về trao đổi khi họ sống vì cộng đồng hơn? Nghiên cứu này sẽ cung cấp những hàm ý quan trọng để chúng ta suy nghĩ về sự vận hành của các thị trường tài chính.

11.4 NHỮNG ÁNH HƯỚNG CỦA XÃ HỘI

Phần đầu của chương đã đưa ra những bằng chứng cho thấy con người không hoàn toàn hành động vì lợi ích cá nhân. Như vậy, có lẽ bạn đã tự hỏi tại sao chúng ta lại quan tâm đến điều đó. Chương 12 sẽ cung cấp thêm các ví dụ về cách mà các áp lực xã hội ảnh hưởng trong lĩnh vực tài chính. Để thuyết phục bạn rằng chúng ta nên quan tâm tới điều này, ở đây đưa ra hai ví dụ về cách mà sự công bằng và ưu tiên xã hội có thể trở thành yếu tố quan trọng trong lĩnh vực tài chính. Đầu tiên chúng ta sẽ xem xét làm thế nào những ưu tiên xã hội có thể ảnh hưởng đến sự cạnh tranh trong thị trường và sau đó là trong việc xây dựng một hợp đồng tối ưu. Trong chương 2, chúng ta đã thấy sự hoạt động hiệu quả của các thị trường và sự hòa hợp về động cơ của người chủ và người đại diện là vấn đề quan trọng trong tài chính.¹⁴

SỰ CẠNH TRANH TRONG THỊ TRƯỜNG

Một số người có thể được coi là ích kỷ theo các trò chơi được miêu tả dưới đây. Những người khác thì hành xử có đi có lại và dường như quan tâm đến sự công bằng. Những nghiên cứu gần đây cho thấy rằng chúng ta không thể hiểu cạnh tranh tác động đến giá cả thị trường như thế nào, nếu chúng ta bỏ qua tác động của sự công bằng. Thực tế, nghiên cứu của Urs Fischbacher, Christina Fong, và Ernst Fehr chỉ ra rằng trong thực tế việc thay đổi số lượng các đối thủ cạnh tranh dù chỉ một người cũng có thể có một ảnh hưởng đáng kể đến kết quả thị trường.¹⁵

Để thấy rõ điều này, chúng ta sẽ xem xét một trò chơi tối hậu sửa đổi sau đây. Bắt đầu với trò chơi tối hậu giống như phần trước, nhưng tăng số lượng người đáp trả từ một đến hai hoặc năm người cạnh tranh với nhau.

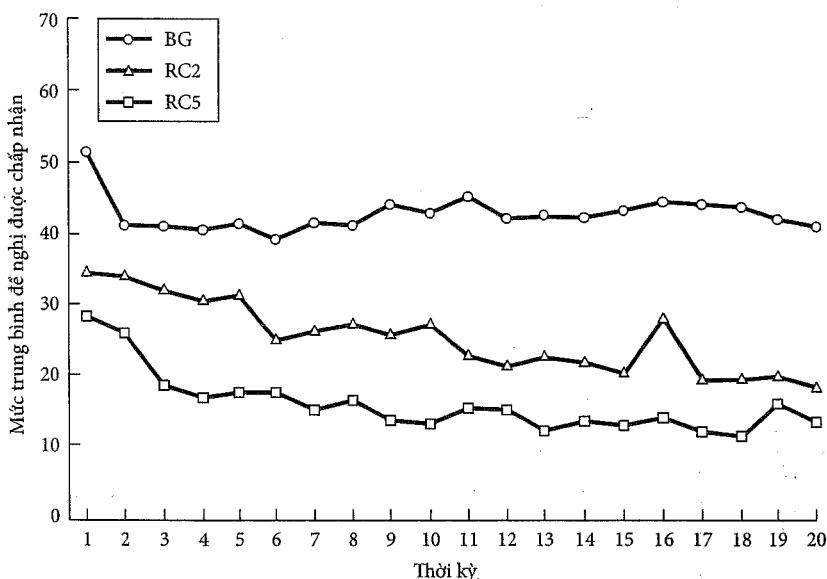
Người đề nghị đưa ra đề nghị của mình và sau đó những người đáp trả sẽ đồng thời quyết định chấp nhận hay từ chối lời đề nghị. Nếu có nhiều hơn một người đáp trả chấp nhận, thì sẽ chọn ngẫu nhiên một trong số những người đó để tìm ra người được nhận số tiền theo lời đề nghị. Nếu chỉ có một người trả lời chấp nhận, thì anh ta nhận được số tiền đề nghị, và nếu tất cả người trả lời đều từ chối, thì không ai nhận được gì hết.

Trò chơi tối hậu sửa đổi này tương tự như một thị trường hàng hóa với một người bán (người đề nghị) và nhiều người mua cạnh tranh (người đáp trả). Mọi người trong thị trường biết giá trị của hàng hóa đối với những người khác, do đó, người bán nên định giá bằng mức giá cao nhất mà người mua sẵn sàng trả (mức giá này là bằng nhau cho tất cả người mua). Trong trò chơi này, với tính tu lợi của người bán và người mua, người bán nên đưa tất cả lợi ích vào trong một giao dịch. Để hiểu điều này, hãy suy nghĩ về một trò chơi hai người. Nếu cả hai đều tu lợi, người bán sẽ ra giá chính xác bằng số tiền tối đa mà người mua sẽ trả bởi vì nếu giá ít hơn một xu thì người mua sẽ được lợi. Còn nếu người bán ra giá cao hơn một xu số tiền tối đa người mua sẵn sàng trả thì người mua sẽ từ chối giao dịch.

Sự gia tăng cạnh tranh trong trò chơi đáng lý không có một ảnh hưởng nào vì người đề nghị đã thu được tất cả lợi nhuận trong cuộc giao dịch. Nói cách khác, sự cạnh tranh giữa những người mua không được kỳ vọng sẽ làm thay đổi giá cả vì với tính tu lợi của người bán và người mua, người bán đã định ra một mức giá cao nhất có thể. Sự cạnh tranh giữa những người mua không mang lại cho người bán có thêm quyền lực.

Tuy nhiên, Fischbacher, Fong, và Fehr thì thấy rằng sự cạnh tranh có một ảnh hưởng lớn trên thị trường. Họ tìm thấy rằng trong trường hợp chỉ có một người mua thì người mua nhận được khoảng 41% lợi nhuận từ giao dịch, nhưng với hai người mua, người mua chỉ nhận được 19% lợi nhuận. Nhớ rằng với nhiều người mua thì chỉ có một người mua được chọn ngẫu nhiên để giao dịch. Với năm người mua, người mua nhận được khoảng 14% lợi nhuận. Hình 11.4 minh họa trung bình của những đề nghị qua 20 lượt chơi cho ba nhóm: BG (trò chơi tay đôi hay trò chơi hai người), RC2 (hai người đáp trả cạnh tranh), và RC5 (năm người đáp trả cạnh tranh). Các đề nghị trung bình dường như không thay đổi nhiều theo thời gian và thứ tự vẫn giữ nguyên.

Hình 11.4 Trung bình lời đề nghị được chấp nhận qua 20 giai đoạn cho 3 nhóm BG (trò chơi tay đôi, hay trò chơi hai người), RC2 (hai người đáp trả), RC5 (năm người đáp trả)



Nguồn: Fischbacher, U., C. M. Fong và E. Fehr. 2003, "Fairness, errors and the power of competition", Institute for Empirical Research in Economics, University of Zurich.

Mặc dù những kết quả không phù hợp với những người tư lợi hoàn toàn, nhưng công bằng và có đi có lại thì có thể giải thích tại sao lợi nhuận của người đáp trả giảm nếu sự cạnh tranh gia tăng. Trở lại trường hợp trò chơi hai người, người đề nghị sẽ đưa ra một lời đề nghị thấp nhất có thể, nhưng không quá gần 0 vì người đề nghị dự đoán rằng người trả lời sẽ chối những lời đề nghị quá thấp.¹⁶ Người đáp trả biết rằng họ có thể trả đũa những người đề nghị không công bằng bằng việc từ chối lời đề nghị. Trong trường hợp có nhiều hơn một người đáp trả, thì người chơi muốn trả đũa người đề nghị không công bằng sẽ có thể không thành công vì anh ta không thể đảm bảo rằng những người chơi khác cũng sẽ từ chối lời đề nghị. Với nhiều người đáp trả cạnh tranh, sẽ có nhiều khả năng là có ít nhất một người chơi tư lợi và sẽ chấp nhận bất kì lời đề nghị dương nào. Ngay cả những người đáp trả cùi xǔ có đi có lại trong trường hợp bình thường, thì cũng có thể chấp nhận một lời đề nghị thấp vì họ nhận ra rằng những người trả lời khác cũng sẽ có thể tư lợi.

Những kết quả này cho thấy rằng sự cạnh tranh cũng có ảnh hưởng quan trọng đến kết quả thị trường khi mà một số người quan tâm đến

sự công bằng. Những nghiên cứu khác của Fehr và Fischbacher cho thấy sự công bằng có liên quan đến việc xác định kết quả của thị trường cạnh tranh trong những điều kiện nhất định.¹⁷ Do đó, chúng ta không thể phủ nhận sự công bằng có thể là một yếu tố rất quan trọng trong thị trường.

UU ĐÃI VÀ SOẠN THẢO HỢP ĐỒNG

Trong chương 2, chúng ta đã thấy được tầm quan trọng của việc xây dựng một hợp đồng nhằm thống nhất quyền lợi của người chủ và người đại diện. Chủ sở hữu của một công ty muốn cung cấp ưu đãi cho người lao động để họ nỗ lực tối đa. Các cổ đông muốn thiết kế hợp đồng để cung cấp cho các nhà quản lý động lực để hành động vì lợi ích tốt nhất của chủ sở hữu và không trốn tránh trách nhiệm. Những nghiên cứu thực nghiệm cho thấy công nhân đáp lại những lời đề nghị trả lương hào phóng hay công bằng bằng cách làm việc chăm chỉ hơn so với những dự đoán từ các mô hình người đại diện tư lợi. Tuy nhiên, như chúng ta đã thấy trong trò chơi tối hậu, có rất nhiều loại người. Một số người sẽ lựa chọn tư lợi và nỗ lực ít nhất, trong khi phần lớn thì hành xử có đi có lại.

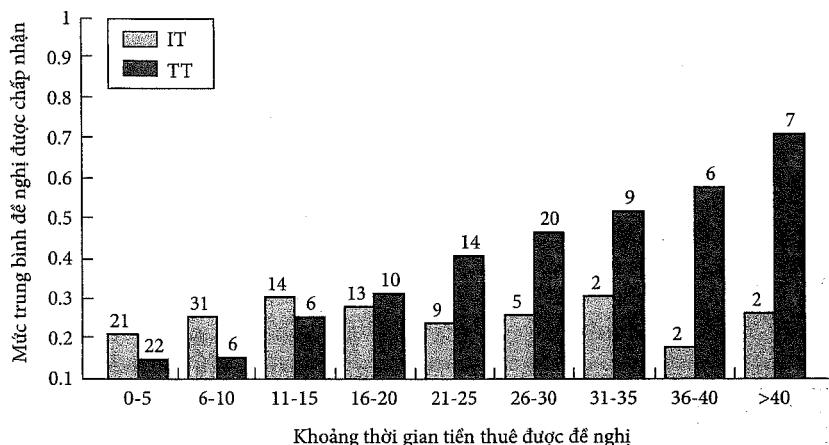
Sẽ có một câu hỏi phát sinh là: chúng ta có thể khích lệ những người tư lợi bằng việc soạn thảo hợp đồng với sự động viên rõ ràng? Ví dụ, công nhân có thể bị phạt nếu không đáp ứng một mức nỗ lực tối thiểu nào đó. Những khuyến khích vật chất có thể dẫn đến nỗ lực vượt quá mức nỗ lực khi hành xử có đi có lại. Ngược lại, công nhân cũng có thể cảm nhận một cách tiêu cực rằng những khuyến khích này thể hiện sự nghi ngờ.

Fehr và Simon Gachter xây dựng một thí nghiệm để kiểm tra những vấn đề này.¹⁸ Trong trò chơi của họ, người chủ đề nghị người lao động một mức tiền lương nhất định và quy định một mức độ nỗ lực mong muốn. Trong một nhóm (TT hay nhóm tin tưởng), các mức độ nỗ lực mong muốn được nêu ra nhưng không bắt buộc, và trong một nhóm khác (IT hay nhóm khuyến khích), người chủ có thể phạt tiền người lao động thiếu trách nhiệm, do đó có những biện pháp khuyến khích thành quả rõ ràng.

Hình 11.5 cho thấy mức nỗ lực thực tế trung bình của công nhân ứng với các mức “tiền thuê” khác nhau. Ở đây tiền thuê trả cho người lao động được tính bằng cách lấy mức lương đề nghị trừ đi các chi phí cho sự nỗ lực. Con số trên mỗi thanh trong hình cho thấy phần trăm các hợp đồng trong từng khoản tiền thuê cho mỗi nhóm. Ví dụ, 21% hợp đồng trong nhóm IT đề nghị tiền thuê từ 0% và 5%. Ngoại trừ đề nghị tiền lương thấp nhất, trong trường hợp có những điều kiện ưu

đãi rõ ràng thì mức độ nỗ lực trung bình của công nhân sẽ thấp hơn. Kết quả này chỉ ra rằng có một sự đối lập giữa những động cơ được tạo ra bởi sự công bằng và có đi có lại và những động cơ được tạo ra từ các ưu đãi vật chất. Công nhân có thể đáp lại các ưu đãi rõ ràng với thái độ chống đối.

Hình 11.5 Mức nỗ lực thực tế trung bình ứng với các mức “tiền thuê” đề nghị



Fehr, E và S. Gacher, năm 2001, "Do incentive contracts crowd out voluntary cooperation?" University of Southern California Law school, Center in Law, Economics and Organization Research Paper Series Number C01-3, 2001, 23.

Thông thường, những mô hình về người chủ - người đại diện hàm ý rằng các hợp đồng tốt nhất nên bao gồm tất cả những cách thức đo lường hiệu quả làm việc có thể thực hiện được. Nghiên cứu này cung cấp cho chúng ta những hiểu biết sâu hơn nguyên nhân tại sao chúng ta có thể tối ưu hóa những hợp đồng tuyển dụng không đầy đủ. Trong thực tế, những khuyến khích rõ ràng có thể sẽ có những tác động trái ngược với mong muốn.¹⁹

11.5 HÀNH VI LÀM THEO ĐÁM ĐÔNG

Chương này trình bày bằng chứng cho thấy lợi ích xã hội ảnh hưởng như thế nào đến con người trong việc ra quyết định. Chúng ta tập trung vào những ưu tiên như công bằng và có đi có lại, bởi vì con người tư lợi là trung tâm của hầu hết lý thuyết tài chính. Tất nhiên, các yếu tố xã hội khác cũng ảnh hưởng đến hành vi con người và ở đây chúng ta sẽ tập trung vào hành vi **làm theo đám đông (conformity)**, một khía cạnh hành vi con người rất quen thuộc. Khi con người hành động theo đám đông họ đã chịu những

áp lực xã hội thực hay tưởng tượng. Trong Chương 12, chúng ta sẽ xem xét một số bằng chứng thực nghiệm liên quan đến việc sự thay đổi hành vi con người để phù hợp với đám đông ảnh hưởng như thế nào đến hai câu hỏi được quan tâm sau: tính bầy đàn của các nhà phân tích tài chính chuyên nghiệp và sự kết hợp tối ưu của các thành viên hội đồng quản trị.

KIỂM ĐỊNH HÀNH VI LÀM THEO ĐÁM ĐÔNG

Tâm lý học đã nghiên cứu hành vi làm theo đám đông của con người. Dưới đây là một ví dụ cổ điển về sức mạnh của hành vi làm theo đám đông:

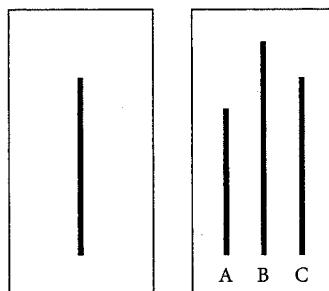
Trò chơi 4:

Hãy xem xét các đoạn thẳng trong hình 11.6 và quyết định xem đoạn thẳng A, B, hay C có độ dài bằng với đoạn thẳng đầu tiên.

Đoạn thẳng dài bằng đoạn thẳng đầu tiên là _____.

Rõ ràng câu trả lời là đoạn thẳng C. Tuy nhiên, câu trả lời của bạn sẽ là gì nếu bạn đang trong một căn phòng với tám sinh viên đại học khác, và họ đều trả lời là đoạn thẳng A? Nhà nghiên cứu Solomon Asch nhận thấy rằng các sinh viên tham gia thí nghiệm đồng ý theo đám đông chọn đáp án sai trong 1/3 số lần trả lời. Ba phần tư số sinh viên chọn theo đám đông ít nhất một lần.²⁰ Thí nghiệm của Asch đã được lập lại nhiều lần, và do mức độ làm theo đám đông thay đổi theo thời gian, các nhà tâm lý học tin rằng hành vi làm theo đám đông phản ánh những chuẩn mực xã hội và văn hóa.²¹

Hình 11.6 Đoạn thẳng Asch



Một hình thức phổ biến của hành vi theo đám đông là **tư duy tập thể (groupthink)**.²² Tư duy tập thể có thể xuất hiện trong một nhóm nhỏ với các cá nhân được cách ly khỏi những ảnh hưởng bên ngoài. Thành viên trong nhóm có thể bắt đầu suy nghĩ giống nhau, trong khi nhấn mạnh

lòng trung thành và bác bỏ những ý kiến bất đồng. Các nhóm có thể bỏ qua thông tin có liên quan và tin rằng họ là bất khả xâm phạm. Một ví dụ gần đây về hậu quả tai hại do kiểu tư duy tập thể là vụ nổ tàu Columbia.²³ Một hội thẩm đã cảnh báo NASA là tàu con thoi có vấn đề về độ an toàn. Tuy nhiên, NASA đã sa thải năm trong số chín thành viên của ban này và tiếp tục kế hoạch khởi động tàu con thoi. Và, tất cả bảy thành viên phi hành đoàn đều đã thiệt mạng.

May mắn thay, có những dấu hiệu cảnh báo và có thể ngăn chặn tư duy tập thể. Nếu bạn là thành viên của một nhóm phớt lờ các cảnh báo, trừng phạt những người bất đồng ý kiến, hoặc có vẻ như bất khả xâm phạm, hãy nhớ rằng bạn không phải như vậy. Thực sự là một ý tưởng tốt khi khuyến khích mọi người bày tỏ ý kiến của họ, đặc biệt khi ý kiến đó không phù hợp với số đông.

Mặc dù có thể là chúng ta không thường xuyên đối mặt với tư duy tập thể trong cuộc sống hàng ngày, nhưng ở một mức độ nào đó hành vi của tất cả chúng ta đều bị ảnh hưởng bởi hành vi của những người mà chúng ta giao tiếp. Con người có xu hướng đánh giá bản thân bằng việc so sánh với những người gần gũi với họ.²⁴ Ví dụ như, một nhà phân tích tài chính chuyên nghiệp so sánh những lựa chọn của mình với những nhà phân tích khác trong nhóm tham chiếu. Nếu người ra quyết định tài chính xem xét hành vi của người khác trước khi ra quyết định, chúng ta có thể quan sát thấy hành vi bầy đàn. Trong lĩnh vực tài chính, tâm lí bầy đàn có một ý nghĩa tiêu cực, nhưng tâm lí bầy đàn có thể không phải là một điều xấu nếu bạn tin rằng những người khác có thông tin tốt hơn bạn.²⁵

SỰ PHỤC TÙNG QUYỀN LỰC

Trong những năm 60 của thế kỷ 20, nhà tâm lý học Stanley Milgram đã tiến hành một số thí nghiệm đáng chú ý về sự phục tùng (obedience), thí nghiệm này đã trở nên nổi tiếng khắp thế giới. Trong thí nghiệm của mình, Milgram tạo ra một hộp với những công tắc có thể tạo một cú sốc điện từ 0 đến 450 volt. Các điện áp được gắn nhãn từ mức độ “sốc nhẹ” đến “XXX”. Hai công tắc cuối cùng ngai nhất có nhãn là “nguy hiểm: sốc nặng”. Người tham gia nghĩ rằng họ đang thực hiện một thử nghiệm về sự xử phạt và học tập, nhưng thay vào đó Milgram kiểm tra sự phục tùng quyền lực. Mỗi người tham gia được phân công vai trò là “giáo viên”, và “học viên” thực sự là một diễn viên. Dây dẫn nối từ các hộp điện đến học viên, nhưng thực tế, học viên chỉ hành động như thể là có một cú sốc điện được truyền đi. Khi giáo viên thực hiện cú sốc, người học viên giả vờ như là bị đau đớn.

Bạn nghĩ bao nhiêu người sẽ thực hiện một cú sốc khi một học viên trả lời sai một câu hỏi? Câu trả lời của bạn có thay đổi không nếu người quản lý thí nghiệm được xem như là người có quyền lực bởi vì họ có danh hiệu và mặc áo phòng thí nghiệm, và nếu bạn biết rằng người tham gia thí nghiệm sẽ nhận được một khoản tiền bù tài chính?

Tất cả những người tham gia trong nghiên cứu ban đầu của Milgram đều đã thực hiện một số cú sốc đối với người học. Một số thay đổi của thí nghiệm đã được tiến hành để kiểm tra hành vi thay đổi như thế nào. Trong phiên bản đầu tiên, các giáo viên (người tham gia) không thể nhìn thấy người học hoặc nghe những phản ứng của người học (diễn viên) khi họ bị sốc điện. Các phản ứng của người học biểu hiện ra qua một hộp tín hiệu. Tuy nhiên, tại 300 vôn, các giáo viên có thể nghe thấy người học đập vào tường để phản ứng. Tại 315 vôn, không có câu trả lời xuất hiện trên hộp và tiếng đập dừng lại. Đáng ngạc nhiên, 26 trong 40 người tham gia đã thực hiện các cú sốc tối đa có thể. Mặc dù nhiều giáo viên rõ ràng là bị xúc động, nhưng họ vẫn tiếp tục thực hiện các cú sốc. Dưới đây là ý kiến của một người tham gia khi họ từ chối thực hiện thêm cú sốc:²⁶

Tôi nghĩ anh ấy đang cố gắng để liên lạc, anh ta gõ cửa... Thật không công bằng khi làm đau anh ta... đây là những máy điện áp kinh khủng. Tôi không nghĩ rằng điều này là nhân đạo... Ô, tôi không thể tiếp tục việc này, không, việc này không đúng. Đó là một thí nghiệm kinh khủng. Anh ta đang đau đớn ở đó. Không, tôi không muốn tiếp tục. Thật là điên rồ.

Thí nghiệm của Milgram và kết quả của nó đã được lặp lại nhiều lần với nhiều đối tượng đa dạng. Nhiều đối tượng cho rằng lòng trung thành chi phối hành vi của họ. Người tham gia có nhiều khả năng không tuân theo người quản lý thí nghiệm khi người tham gia khác trong phòng cũng không tuân theo, khi người quản lý không có trong phòng, khi học viên và giáo viên ở cùng một phòng, hoặc có hai người quản lý thí nghiệm đưa ra những hướng dẫn mâu thuẫn với nhau.

11.6 HÀNH VI XÃ HỘI VÀ CẢM XÚC

Trong chương 7, chúng ta đã thảo luận về cảm xúc và mạch não. Ngoài ra, cần nhắc lại rằng kỹ thuật fMRI cho phép chúng ta biết được bộ phận nào của bộ não đang hoạt động trong những thời điểm khác nhau. Thông qua nghiên cứu sử dụng fMRI, ngày càng có nhiều bằng chứng cho thấy

những cảm xúc và giao tiếp xã hội có mối liên hệ chặt chẽ với nhau. Phần lớn các nghiên cứu này thuộc lĩnh vực **thần kinh học xã hội (social neuroscience)**, một môn khoa học nghiên cứu “bộ não xã hội” - mạch thần kinh hoạt động khi chúng ta giao tiếp với người khác.²⁷

Ví dụ, công nghệ fMRI đã được sử dụng để nghiên cứu quá trình nhận thức và cảm xúc trong suốt trò chơi tối hậu.²⁸ Như đã thảo luận ở phần đầu của chương, đôi khi các kết quả của trò chơi tối hậu dường như không phù hợp với tính tư lợi thuần túy, theo nghĩa là đề nghị số tiền dương bị từ chối dẫn đến thiệt hại cho cả hai bên. Điều này có thể là do nhận thức rằng sự công bằng đã bị vi phạm. Lẽ tự nhiên, khi chúng ta cảm thấy rằng chúng ta đang bị đối xử bất công, chúng ta sẽ tức giận. Trong Chương 7, chúng ta đã thấy rằng não trước điều khiển lý trí, trong khi hệ viền là nền tảng của cảm xúc. Khi người tham gia vào trò chơi tối hậu được quét bằng cách sử dụng fMRI, chúng ta thấy rõ ràng là những đề nghị không công bằng gây ra xung động ở cả não trước (lý trí: “Tôi sẽ chấp nhận lời đề nghị này vì lợi ích cá nhân của tôi?”) và hệ viền (cảm xúc: “Tôi phải trả đũa anh chàng này, mặc dù tôi sẽ chịu một khoản thiệt hại”). Khi đề nghị không công bằng bị từ chối, ta quan sát thấy hệ viền hoạt động mạnh mẽ hơn, và điều đó cho thấy rõ phần nào của não đã giành chiến thắng.

11.7 HÀNH VI XÃ HỘI VÀ SỰ TIẾN HÓA

Nguồn gốc dẫn đến việc con người mong muốn làm theo đám đông là gì? Tại sao nhiều người vẫn hành động công bằng trong khi họ thực sự không cần phải thế? Điều đó có thể là do sự tiến hóa ủng hộ cho những người hợp tác và công bằng trong trao đổi.²⁹ Có lẽ chúng ta thực sự hành xử mang tính xã hội theo phản xạ tự nhiên. Sự tiến hóa có thể ủng hộ hành động có đi có lại bởi vì các nhóm vì cộng đồng sẽ vượt trội hơn các nhóm khác. Hãy tưởng tượng xã hội của chúng ta sẽ như thế nào nếu tất cả mọi người đều hành động trong những khuôn khổ của chính họ, vì lợi ích cá nhân hẹp hòi. Hành động theo đám đông có thể khuyến khích hành vi hợp tác.

Bằng chứng hỗ trợ các lập luận rằng các ưu tiên đối với người khác ảnh hưởng đến hành vi con người. Tuy nhiên, có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến hành vi và chúng ta không thể tính đến tất cả các yếu tố trong mô hình khi chúng ta muốn đưa ra kết luận và khuyến nghị chính sách. Như Mill nói, “... bởi vì không có hai người nào là hoàn toàn giống nhau, nên sẽ không có một châm ngôn tổng quát nào trừ phi chúng ta bỏ qua một vài chi tiết riêng biệt”.³⁰ Hiện tại, các nhà nghiên cứu cho rằng ảnh hưởng

xã hội là rất quan trọng và chúng cần phải được xem xét. Trong chương tiếp theo, chúng ta sẽ thấy ảnh hưởng xã hội gây ra các hậu quả đặc biệt nghiêm trọng như thế nào trong sự sụp đổ của một tập đoàn lớn của Mỹ, tập đoàn Enron.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Homo economicus hay con người kinh tế ra quyết định hợp lý mang lại lợi ích tốt nhất cho bản thân.
2. Con người thường rộng lượng, công bằng và hợp tác trong trao đổi.
3. Sự có đi có lại và tin tưởng là yếu tố quan trọng trong các giao dịch kinh doanh bởi vì nó làm giảm chi phí.
4. Hành vi vì cộng đồng khá khác nhau ở mỗi người, trong khi một số người có suy nghĩ công bằng thì một số khác dường như có xu hướng tư lợi.
5. Chúng ta không thể dự đoán một người có hành xử vì cộng đồng hay không nếu chỉ dựa trên những đặc điểm bên ngoài, nhưng ta có thể quan sát được sự khác biệt đáng kể giữa các nền văn hoá.
6. Ngay cả khi chỉ có một nhóm nhỏ có hành xử công bằng thì giá thị trường vẫn có thể bị ảnh hưởng.
7. Những khuyến khích rõ ràng trong hợp đồng lao động có thể có tác động trái ngược với ý muốn bởi vì một số người sẽ phản ứng tiêu cực nếu họ nghĩ những người khác cho rằng họ không đáng tin cậy.
8. Con người thường không thể chịu đựng được áp lực xã hội và có hành vi làm theo số đông.
9. Một số người sẽ phục tùng người có quyền lực ngay cả khi hành động được yêu cầu mâu thuẫn với lương tâm của họ.
10. Các nhà nghiên cứu đã phân tích những bộ phận trong bộ não được kích hoạt khi con người ra quyết định và kết luận rằng cảm xúc và hành vi xã hội có sự liên kết.
11. Sự tiến hóa có thể ủng hộ hành vi cộng đồng bởi vì khi các thành viên trong nhóm hợp tác thì nhóm sẽ hoạt động tốt hơn.

CÂU HỎI THẢO LUÂN

1. Phân biệt các khái niệm/thuật ngữ sau:
 - a. Trò chơi độc tài và trò chơi tối hậu.
 - b. Tin tưởng và có đi có lại.
 - c. Hành vi làm theo đám đông và tư duy nhóm.
 - d. Con người kinh tế và con

người thực.

2. Hãy thảo luận về phát biểu sau: Bằng chứng cho thấy rõ ràng rằng những người đề nghị trong các trò chơi độc tài quan tâm đến sự công bằng vì họ gửi cho người đáp trả nhiều hơn số tiền cần thiết.
3. Năm 1962, Tổng thống Mỹ John F. Kennedy đã có những hành động cụ thể để không bị lâm vào tình trạng tư duy tập thể trong giai đoạn khủng hoảng tên lửa Cuba. Hãy tìm hiểu vấn đề này và viết một vài đoạn đánh giá các bước thực hiện và hiệu quả của nó.
4. Công ty của bạn vừa xây dựng một nhà máy sản xuất gần một thành phố lớn châu Âu. Bạn là một thành viên trong ban quản lý và chịu trách nhiệm thiết kế hợp đồng lao động nhằm thúc đẩy sự nỗ lực của các nhân viên. Bạn sẽ chú ý đến những yếu tố nào? Câu trả lời của bạn sẽ thay đổi như thế nào nếu nhà máy sản xuất nằm gần một ngôi làng héo láng trong một quốc gia đang phát triển?
5. eBay là một trang bán hàng đấu giá trực tuyến rất thành công, thu hút hàng triệu người mua và người bán. Trong những trao đổi trực tuyến và vô danh này, niềm tin ở cả hai phía là rất quan trọng. eBay đã có một hành động để nâng cao độ tin cậy trong trao đổi là cho phép gửi những thông tin phản hồi. Tại sao điều này lại quan trọng và hiệu quả?

CHÚ THÍCH

1. Để biết chi tiết hơn về nguồn gốc và ý nghĩa của thuật ngữ *homo economicus*, xem Persky, J., 1995, “Retrospectives: The ethology of *homo economicus*”, *Journal of Economic Perspectives* 9(2) (Spring), 221-231.
2. Mill, J. S., 1874, *Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy*, 2nd ed., in lại năm 1968 (Augustus M. Kelley Publishers, New York), pp. 137-138.
3. Như trên, p. 124.
4. Như trên, p. 138.
5. Để biết về một trong những tranh luận đầu tiên cho rằng sự công bằng là một yếu tố quan trọng cần xem xét trong việc ra quyết định trong kinh tế, xem Kahneman, D., J. L. Knetsch, và R. H. Thaler, 1986, “Fairness and the assumptions of economics”, *Journal of Business* 59(4), S285-S300.
6. Nhiều nhà nghiên cứu đã tìm hiểu tại sao hành động thường tiễn bo lại phổ biến. Xem Azar, O. H., 2007, “The social norm of tipping: A Review”, *Journal of Applied Social Psychology* 37(2), 380-402.

7. Những trò chơi tối hậu đầu tiên được ghi nhận bởi Guth, W., R. Schmittberger, và B. Schwarze, 1982, "An experimental analysis of ultimatum bargaining", *Journal of Economic Behavior and Organization* 3(4), 367-388.
8. Để biết những kết quả cụ thể hơn liên quan đến những kiềm định về sự công bằng giữa các nền văn hóa, xem Henrich, J., R. Boyd, S. Bowles, C. Camerer, E. Fehr, và H. Gintis, eds., 2004, *Foundations of Human Sociality* (Oxford University Press, Oxford, UK).
9. Forsythe, R., J. L. Horowitz, N. E. Savin, và M. Sefton, 1994, "Fairness in simple bargaining experiments", *Games and Economic Behavior* 6, 347-369.
10. Để biết thêm về thử nghiệm tách biệt niềm tin khỏi lòng vị tha và có đi có lại, xem Cox, J. C., 2004, "How to identify trust and reciprocity", *Games and Economic Behavior* 46, 260-281.
11. Khái quát tổng quan về lý thuyết được trình bày bởi Camerer, C. F., 2003, *Behavioral Game Theory: Experiments in Strategic Interaction* (Russel Sage Foundation, New York).
12. Henrich, J., R. Boyd, S. Bowles, C. Camerer, E. Fehr, và H. Gintis, eds., 2004, *Foundations of Human Sociality* (Oxford University Press, Oxford, UK), p. 21.
13. Như trên.
14. Đây là hai ví dụ mô phỏng theo Fehr, E., và U. Fischbacher, 2002, "Why social preferences matter – The impact of non-selfish motives on competition, cooperation, and incentives", *The Economic Journal* 112, C1-C33.
15. Xem Fischbacher, U., C. M. Fong, và E. Fehr, 2003, "Fairness, errors, and the power of competition", Institute for Empirical Research in Economics, University of Zurich, Working paper no. 133.
16. Chú ý rằng trong ví dụ, giá là số tiền ban đầu của người đề xuất trừ đi số tiền đề nghị (nghĩa là số tiền mà người đáp trả giữ lại).
17. Xem Fehr, E., và U. Fischbacher, 2002, "Why social preferences matter – The impact of non-selfish motives on competition, cooperation, and incentives", *The Economic Journal* 112, C1-C33. Trong ví dụ của họ, yếu tố then chốt là hiệu lực thực thi các hợp đồng.
18. Fehr, E., và S. Gachter, 2001, "Do incentive contracts crowd out voluntary cooperation?", University of Southern California Law School, Center for Law, Economics and Organization Research Paper Series No. C01-3.
19. Những nhà nghiên cứu khác lập luận rằng sự giám sát nhân viên chặt chẽ có thể gây ra sự oán giận và chống đối nhà tuyển dụng. Xem Akerlof, G. A., và R. E. Kranton, 2008, "Identity, supervision, and work groups", *American Economic Review* 98(2), 212-217.
20. Asch, S., 1955, "Opinions

- and social pressure”, *Scientific American*, 31-35; và Asch, S., 1956, “Studies of independence and conformity: A minority of one against a unanimous majority”, *Psychological Monographs* 70(9).
21. Bond, R., và P. B. Smith, 1996, “Culture and conformity: A meta-analysis of studies using Asch’s line judgment task”, *Psychological Bulletin* 119, 111-137.
 22. Janis, I. L., 1982, *Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes*, 2nd, ed. (Houghton-Mifflin, Boston).
 23. Ferraris, C., và R. Carveth, 2003, “NASA and the Clumbia disaster: Decision-making by Groupthink?”, Proceedings of the 2003 Association for Business Communication Annual Convention.
 24. Nhà tâm lý học đề xuất một lý thuyết so sánh mang tính xã hội, trong đó con người nhìn về bề ngoài để đánh giá. Xem Festinger, L., 1954, “A theory of social comparison processes”, *Human Relations* 7(2), 117-140.
 25. Một mô hình về hành vi bầy đàn hợp lý được đề xuất bởi Banerjee, A. V., “A simple model of herd behavior”, *Quarterly Journal of Economics* 107(3), 797-817.
 26. Milgram, S., 1974, *Obedience to Authority: An Experimental View* (Harper & Row, New York), p. 32.
 27. Goleman, D., 2006, *Social Intelligence: The New Science of Human Relationships* (Bantam Books, New York).
 28. Sanfey, A. G., J. K. Rilling, J. A. Aronson, L. E. Nystrom, và J. D. Cohen, 2003, “The neural basis of economic decision-making in the ultimatum game”, *Science* 300, 1755-1758.
 29. Xem Gintis, H., S. Bowles, R. Boyd, và E. Fehr, 2005, *Moral Sentiments and Material Interests: The Foundations of Cooperation in Economic Life* (MIT Press, Cambridge, Massachusetts).

ẢNH HƯỞNG XÃ HỘI Ở NƠI LÀM VIỆC: SỰ SỤP ĐỔ CỦA MỘT CÔNG TY MỸ

CHƯƠNG 12

12.1 GIỚI THIỆU

Trong suốt thập niên 90, những nhà đầu tư đã chứng kiến giá cổ phiếu một số tập đoàn tăng lên nhanh chóng. Mặc dù việc định giá dường như không liên quan đến những yếu tố cơ bản, nhiều người đã tranh cãi rằng họ được đảm bảo bởi đó là một “nền kinh tế mới”. Và đó là cách cuộc tranh cãi diễn ra. Cấu trúc của nền kinh tế thế giới thay đổi một cách cơ bản bởi cuộc cách mạng Internet khiến họ kỳ vọng những giai đoạn tăng trưởng dài hạn. Khi mọi thứ dường như quá tốt đẹp, một thời kỳ suy thoái kinh tế bắt đầu vào năm 2000 dẫn đến những kỳ vọng thực tế hơn.

Một vài công ty đã từng trải qua sự tăng trưởng đáng kinh ngạc thì sau này cũng trải qua những sự sụt giảm thậm chí còn gây sững sốt hơn nhiều. Một trường hợp cụ thể tăng lên và giảm xuống được nhiều người biết đến là trường hợp của Enron. Vào tháng 12 năm 2000 giá trị vốn hóa thị trường của Enron là hơn \$60 tỷ, và tạp chí Fortune đã xếp hạng nó là công ty có sự đổi mới lớn nhất ở Mỹ.¹ Chỉ một năm sau, vào tháng 12 năm 2001, công ty đã đệ đơn tuyên bố phá sản. Chương này tập trung vào sự ảnh hưởng của các áp lực xã hội – điều đã tác động đến hành vi của hai nhóm người có rất quan trọng trong sự sụp đổ của Enron: hội đồng quản trị của tập đoàn và những chuyên gia phân tích tài chính – những người dõi theo hoạt động của công ty.

Chương này bắt đầu ở phần 12.2 bằng một thảo luận tại sao quyền sở hữu dưới hình thức công ty cổ phần lại phổ biến trên khắp thế giới. Quy mô và thành phần hội đồng quản trị tối ưu, cũng như cơ cấu động viên và phần thưởng khích lệ của ban quản lý sẽ được nghiên cứu. Kế đến, trong phần 12.3, chúng ta xem xét vai trò trung gian thông tin của các

chuyên gia phân tích tài chính cũng như thành quả hoạt động và hành vi của họ. Phần 12.4 tập trung vào sự tăng và sụt giá cổ phần Enron. Hành vi của những nhà quản lý, những chuyên gia phân tích tài chính, và những người khác đều được nghiên cứu. Phần cuối cùng lưu ý về tầm quan trọng của việc duy trì sự nhận diện cá nhân trong bất kỳ một tổ chức nào và nhận thức được tác động mê hoặc tiềm tàng của những ảnh hưởng xã hội.

12.2 HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ CỦA CÔNG TY

Dựa trên yếu tố quy mô, hình thức công ty cổ phần của quyền sở hữu có ưu thế hơn. Vậy đâu là ưu điểm của hình thức công ty cổ phần? **Công ty cổ phần (corporation)** là một pháp nhân tồn tại riêng biệt với những người sáng lập hay những người chủ sở hữu của nó. Đời sống của công ty cổ phần là vĩnh viễn và cổ phần của nó có thể dễ dàng chuyển đổi. Mặc dù một công ty cổ phần có thể bị khởi kiện nhưng các cổ đông có trách nhiệm pháp lý giới hạn và có thể chỉ mất khoản đầu tư của họ. Vào năm 1819, chánh án John Marshal mô tả một công ty cổ phần như sau:²

Một công ty cổ phần là một thực thể nhân tạo, vô hình, và tồn tại chỉ trong tư duy pháp luật. Là một cá thể của luật pháp, nó chỉ sở hữu những tài sản mà điều lệ tạo ra nó cho phép, có thể chính xác tuyệt đối hoặc có thể mang tính bổ sung đối với sự tồn tại riêng của nó. Những tài sản này được cho là đã tính toán tốt nhất đến các tác động mà công ty cổ phần tạo ra. Và điều quan trọng nhất là tính bất tử và tính cá nhân; các tài sản, sự kế liên tục của nhiều cá nhân được xem như giống nhau lại có thể hoạt động như một cá nhân riêng lẻ. Họ có thể cho phép một công ty quản lý công việc của chính họ, và nắm giữ tài sản, mà không gây ra bất kỳ sự rắc rối hay bắt buộc phải mạo hiểm nào khi chuyển nhượng từ người này sang người khác. Nó chủ yếu mang mục đích thay đổi các cá nhân trong sự tiếp nối nhau, cùng với những đặc tính và khả năng này, công ty cổ phần đã được tạo ra và sử dụng. Với ý nghĩa này, một chuỗi tiếp nối liên tục của những cá nhân có khả năng hành động để thúc đẩy sự phát triển của một đối tượng cụ thể, giống như một thực thể tồn tại vĩnh viễn.

Mặc dù, thời gian tồn tại không bị giới hạn là một lợi ích quan trọng của công ty cổ phần, nhưng như chúng ta đã biết, không có công ty nào thực sự tồn tại vĩnh viễn. Mặc dù đã gần 200 năm trôi qua nhưng ý kiến

của nhà chánh án vẫn quan trọng bởi vì nó giới hạn khả năng của một chính quyền can thiệp vào công việc kinh doanh của một công ty.

Đĩ nhiên là trong khi có những giới hạn cho sự can thiệp của chính quyền, những công ty có những sự ràng buộc bên trong và ngoài công ty. Có lẽ ràng buộc bên ngoài được biết đến nhiều nhất ở Mỹ là **Ủy ban chứng khoán và giao dịch – Securities and Exchange Commission (SEC)**. SEC được thành lập dưới đạo luật Chứng khoán và Giao dịch năm 1934, và nhiệm vụ của nó là “bảo vệ nhà đầu tư, duy trì sự công bằng, trật tự, thị trường hiệu quả, và tạo điều kiện thuận lợi cho việc hình thành vốn”.³ Trong nội bộ, các công ty được điều hành bởi hội đồng quản trị. Thực tế, hội đồng quản trị là một yêu cầu pháp lý đối với việc thành lập công ty. Trước khi chúng ta chuyển sang xem xét các áp lực xã hội tác động như thế nào lên những quyết định của các thành viên hội đồng quản trị, chúng ta sẽ xem xét tại sao một hội đồng quản trị là cần thiết cũng như cấu trúc tối ưu của hội đồng này.

NHỮNG LỢI ÍCH CỦA HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ

Một cách lý tưởng, hội đồng quản trị công ty sẽ tư vấn và bàn bạc với các giám đốc điều hành cũng như đặt ra những quy tắc cho các nhà quản lý. Hội đồng quản trị phổ biến khắp nơi trên thế giới và không chỉ là một hiện tượng ở Mỹ. Mặc dù hội đồng quản trị được ủy nhiệm theo các quy tắc, nhưng có nhiều hội đồng đã tồn tại trước khi những quy tắc này ra đời. Do đó, phải có nhiều nguyên nhân kinh tế giải thích sự tồn tại hội đồng quản trị công ty. Ở Chương 2, chúng ta đã xem xét vấn đề đại diện tồn tại giữa nhà quản lý (người đại diện) và các cổ đông (chủ sở hữu). Một hội đồng quản trị có thể là một cách để làm giảm bớt xung đột lợi ích giữa những nhà quản lý và các cổ đông.⁴

Bởi vì ngày nay có nhiều công ty cổ phần rất lớn và có nhiều cổ đông nên thường khó khăn để giám sát những nhà quản lý một cách trực tiếp. Nhiều cổ đông thậm chí có thể né tránh trách nhiệm giám sát, cho rằng sẽ có những người khác giám sát các nhà quản lý. Sự né tránh này thường dẫn đến **vấn đề hưởng không (free rider problem)**. Thêm vào đó, đa số cổ đông thiếu kiến thức, kỹ năng và thông tin cần thiết để hiểu biết đầy đủ về những giao dịch kinh doanh phức tạp. Một hội đồng quản trị chịu trách nhiệm giám sát ban quản lý có thể là một giải pháp hiệu quả đối với vấn đề đại diện.⁵ Nếu những cổ đông tin vào hội đồng quản trị, họ có thể thể hiện sự tin tưởng của mình bằng cách đầu tư vào công ty.

Các nhà nghiên cứu đã tìm hiểu phải chăng tồn tại một quy mô và thành phần hội đồng quản trị tối ưu có thể đẩy mạnh sự giám sát hiệu quả và đem lại sự tin nhiệm của cổ đông đối với hội đồng quản trị. Một vài ý kiến tranh luận cho rằng hội đồng quản trị ít thành viên thì tốt hơn hội đồng quản trị với nhiều thành viên. Khi hội đồng quản trị có nhiều thành viên, các thành viên có xu hướng ít quan tâm đến hoạt động quản lý công ty và vẫn đề đại diện có thể gia tăng. Ví dụ như một vài thành viên có thể hướng không thành quả của người khác. Các bằng chứng thực nghiệm phù hợp với lý thuyết rằng các hội đồng quản trị ít thành viên thường hiệu quả hơn và làm tăng giá trị công ty khi so sánh với các hội đồng quản trị nhiều thành viên.⁶ Tuy nhiên, những bằng chứng lý thuyết gần đây đề xuất rằng quy mô hội đồng quản trị tối ưu phụ thuộc vào những đặc trưng riêng biệt của từng công ty, bao gồm cả mức độ hoạt động tích cực của cổ đông.⁷

Còn về thành phần của hội đồng quản trị thì sao? Hầu hết các hội đồng quản trị là sự kết hợp của **người nội bộ (insider)** và **người bên ngoài (outsider)**. Những thành viên nội bộ là những nhà quản lý hay điều hành của công ty, trong khi những thành viên từ bên ngoài không phải là những người nhân viên của công ty. Những thuận lợi của những thành viên nội bộ bao gồm những đặc quyền tiếp cận với những thông tin riêng biệt của công ty, sự cống hiến cho công ty, và sự thành thạo hơn về những hoạt động của công ty. Những thuận lợi của những thành viên từ bên ngoài bao gồm nền tảng kiến thức sâu rộng của họ, sự đánh giá độc lập, và sự định hướng của cổ đông.⁸ Việc nghiên cứu về mối liên hệ giữa thành quả công ty và tỷ lệ các thành viên từ bên ngoài tìm thấy rất ít bằng chứng cho thấy thành phần của hội đồng quản trị có tương quan với thành quả của một công ty thông qua phân tích chéo dữ liệu của các công ty thực sự.

CÁC THÀNH VIÊN HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ BÊN NGOÀI

Nhìn chung, sau những vụ bê bối doanh nghiệp những năm gần đây, một chính sách bảo đảm rằng thành phần hội đồng quản trị phải bao gồm phần lớn các nhà quản trị bên ngoài đã nhận được nhiều ủng hộ. Tuy nhiên, có rất ít cơ sở để tin rằng điều này là thích hợp cho mãi đến những năm gần đây. Việc kiểm tra thực nghiệm mối quan hệ giữa các thành phần hội đồng quản trị và thành quả của công ty là một sự thách thức bởi vì sự độc lập về cơ bản là không quan sát được. Có phải bất kỳ

cá nhân nào không phải là một nhân viên của công ty sẽ thực sự độc lập với giám đốc điều hành và các nhà quản lý của công ty? Điều gì xảy ra nếu CEO và thành viên hội đồng quản trị “độc lập” là những người bạn cùng phòng tại đại học Princeton? Và nếu họ là một cặp chơi quần vợt vào cuối mỗi tuần? Và nếu thành viên hội đồng quản trị “độc lập” cũng là một CEO và CEO của chúng ta lại là một thành viên “độc lập” của hội đồng quản trị khác?

Trong những trường hợp đó các nhà nghiên cứu rất khó khăn trong việc cô lập các biến về lợi ích, do vậy, nghiên cứu sử dụng phương pháp thực nghiệm đặc biệt hữu ích. Một nghiên cứu gần đây xem xét hành động bỏ phiếu trong một thí nghiệm mà hội đồng quản trị phải đối mặt với xung đột lợi ích giữa thành viên nội bộ và cổ đông.⁹ Hội đồng quản trị này bao gồm những thành viên bên ngoài có ít thông tin hơn nhưng có các lợi ích thống nhất với các chủ sở hữu và những thành viên nội bộ có lợi thế thông tin hơn nhưng lợi ích lại không thống nhất. Bằng chứng cho thấy hội đồng quản trị bị chi phối bởi thành viên bên ngoài thường xuyên tạo ra kết quả gắn với lợi ích cổ đông hơn. Ngoài ra, nghiên cứu này hàm ý rằng việc ra quyết định, có thể có hiệu quả hơn với một hội đồng quản trị quy mô nhỏ.

MỘT THẾ GIỚI NHỎ BÉ

Ngày nay, nhìn chung hội đồng quản trị doanh nghiệp cần phải có tỷ lệ lớn các nhà quản trị bên ngoài. Mặc dù, như đã nói trước, bằng chứng thực nghiệm ủng hộ quan điểm này, nhưng ngay cả hội đồng quản trị với phần lớn là các nhà quản trị bên ngoài đôi khi dường như không quan tâm đến lợi ích của chủ sở hữu. Điều này có thể là do các thành viên hội đồng quản trị được xem là độc lập thực sự lại không như vậy. Tóm lại, thế giới thực sự nhỏ bé.

Bạn có thể đã nghe một truyền thuyết phổ biến về việc hai người bất kỳ có thể được kết nối bởi một chuỗi sáu liên kết hoặc “sáu cấp độ tách biệt”.¹⁰ Truyền thuyết này không hoàn toàn là chuyện hoang đường. Nhà tâm lý học Stanley Milgram tiến hành thí nghiệm và kết luận rằng hai cá nhân được chọn ngẫu nhiên có thể được kết nối bằng những chuỗi ngắn một cách ngạc nhiên.¹¹ Ông thấy rằng bất kỳ hai người Mỹ có thể sẽ kết nối bởi chuỗi của năm hoặc sáu liên kết.

Thế giới của các thành viên hội đồng quản trị công ty thậm chí còn nhỏ hơn. Nhiều hội đồng quản trị đan xen nhau, có nghĩa là có sự chồng chéo thành viên hội đồng quản trị. Một nghiên cứu gần đây về hàng ngàn thành viên phục vụ trong hàng trăm các công ty lớn nhất của Mỹ tìm thấy rằng các giám đốc có thể được kết nối chỉ bởi 4.3 liên kết.¹² Một liên kết có nghĩa là hai cá nhân phục vụ trong cùng một hội đồng quản trị. Nếu hội đồng quản trị họp mỗi tháng một lần, thì một ý tưởng (hay tin đồn) thảo luận tại một cuộc họp hội đồng quản trị sẽ được truyền tới 97% hội đồng quản trị trong của công ty tập đoàn lớn ở Mỹ chỉ trong vòng sáu tháng!

Chúng ta sẽ tự hỏi phải chăng các kết nối giữa các thành viên hội đồng quản trị có thể liên quan đến quan hệ xã hội như các câu lạc bộ và trường học. Ví dụ, phải chăng chúng ta nhận thấy chuỗi liên kết ngắn trong các thành viên bởi vì phần lớn trong số họ tốt nghiệp từ các tổ chức giáo dục Ivy League? Và ngay cả khi các thành viên được kết nối chặt chẽ, điều quan trọng phải xem xét là liệu thành quả hoạt động của công ty có bị thiệt hại hay không. Một trường hợp khác có thể là do mạng xã hội cho phép nhận dạng tốt hơn các thành viên có trình độ cao. Nghiên cứu gần đây xem xét cách mà các mạng xã hội tác động đến hoạt động quản trị doanh nghiệp.¹³ Nghiên cứu được dựa trên một tập dữ liệu duy nhất về các nhà quản trị và giám đốc ở Pháp trong những năm 1992-2003. Ở Pháp có thể dễ dàng xác định được giới ưu tú trong kinh doanh, điều này cho phép đo lường tốt hơn các mạng xã hội. Các tác giả kết luận rằng các CEO bổ nhiệm các giám đốc cấp dưới thân thiện với họ, và, kết quả là những giám đốc điều hành thiếu hiệu quả thường có xu hướng nắm giữ quyền lực lâu hơn.

GIÁM ĐỐC, TIỀN THÙ LAO, VÀ LỢI ÍCH CÁ NHÂN

Thế giới nhỏ bé của các giám đốc công ty cho thấy sự đổi mới trong quản lý có thể lan rộng một cách nhanh chóng. Nó cũng có nghĩa là các nhà quản lý có thể đặc biệt dễ bị ảnh hưởng ở cả hành vi làm gia tăng hoặc sụt giảm giá trị của doanh nghiệp.

Một trong những quyết định quan trọng nhất của một hội đồng quản trị là xác định tiền thù lao cho CEO. Nhiệm vụ của hội đồng quản trị công ty là giám sát các nhà quản lý và là một cách để làm điều đó là gắn lợi ích của các nhà quản lý với lợi ích cổ đông. Các tờ báo nổi tiếng và các cổ đông đã bày tỏ lo ngại rằng thu nhập những người điều hành hàng đầu đang tăng cao và làm giảm phúc lợi cổ đông. Năm 2006, các

giám đốc điều hành trong số 500 công ty lớn nhất ở Mỹ kiếm được trung bình \$15.2 triệu, tăng 38% so với năm 2005.¹⁴ Liệu các ảnh hưởng của xã hội có thể đóng vai trò trong việc làm tăng vọt khoản tiền thù lao của các nhà điều hành?

Bạn hãy nghĩ đến tình huống này. Bạn đang nằm trong hội đồng quản trị của một công ty và bạn của bạn, Susan, là giám đốc điều hành. Các hội đồng quản trị đan xen nhau, và Susan tình cờ nằm trong hội đồng quản trị của công ty mà bạn đang làm giám đốc điều hành. Liệu bạn sẽ suy nghĩ về các cổ đông của công ty của Susan khi bạn cân nhắc gói thù lao của cô ấy, hay bạn sẽ có suy nghĩ tối đa hóa thu nhập của cô ấy bởi vì tuần tới hội đồng quản trị của bạn sẽ đánh giá gói thù lao cho bạn?

Ngoài ra, hãy xem xét tình huống này. Người quen của bạn, Keith, là CEO của một công ty thứ ba. Anh ta hiện đang xem xét danh sách đề cử cho hội đồng quản trị của công ty anh ta để thay thế những cá nhân đã hoàn thành nhiệm kỳ của họ. Bạn nghĩ rằng Keith có nhiều khả năng sẽ đề cử tên của bạn, nếu anh ta nghĩ rằng bạn có thể dễ đồng ý với quan điểm của anh ta hơn? Hãy nhớ rằng chức giám đốc này rất hấp dẫn theo cả quan điểm danh tiếng và tiền bạc. Thành viên trong hội đồng quản trị của một công ty danh tiếng là một lợi thế cho hồ sơ của bạn và tạo ra các cuộc trò chuyện hữu ích tại buổi gặp mặt xã giao. Giám đốc các tập đoàn lớn có thể kiếm được hàng trăm ngàn đô la.¹⁵

Trong một số trường hợp, các giám đốc có thể là người tư lợi hoàn toàn khi đặt lợi ích của họ trước các cổ đông, bằng chứng là không quan tâm đến các nhiệm vụ của họ. Tuy nhiên, điều đó cũng có thể là do những cá nhân đó thấy rằng họ chỉ đơn giản là đang cố gắng hợp tác. Họ có thể nhận ra họ không được hoàn toàn trung thực trong đánh giá về thành quả hoạt động hay mức thù lao thích hợp, nhưng đồng thời, họ cũng không nghĩ là mình không trung thực. Nghiên cứu chỉ ra rằng con người thường xuyên nói “một vài lời nói dối vô hại” – họ xem chúng vô hại.¹⁶ Mọi người đôi khi nói dối vô hại để tạo ấn tượng với người khác về họ. Những lời nói dối vô hại thực sự có thể được xem là có lợi nếu chúng khiến cho các tình huống trong xã hội suôn sẻ. Vấn đề là những lời nói dối vô hại thường dễ dẫn đến những lời nói dối gây hại.

GIÁM ĐỐC VÀ LÒNG TRUNG THÀNH

Các giám đốc cũng có thể có xu hướng đặt trung thành không đúng chỗ. Lòng trung thành được con người định giá và có thể có giá trị đặc biệt

trong quan hệ kinh doanh. Các giám đốc có thể làm theo CEO bởi vì khuynh hướng trung thành.¹⁷ Nhớ lại những thử nghiệm được thực hiện bởi Stanley Milgram, được trình bày trong chương 11.¹⁸ Trong các thí nghiệm này, các đối tượng được yêu cầu đưa ra những cú sốc điện cho những người trả lời khi họ trả lời sai. Thật ngạc nhiên, mỗi người tham gia đều thực hiện một số cú sốc. Các thí nghiệm này cung cấp bằng chứng thuyết phục về sức mạnh của quyền lực. Đôi khi con người sẽ gạt qua lương tâm của họ khi một người có quyền hành yêu cầu họ hành động.

Lòng trung thành có thể có kết quả quan trọng trong phòng họp, nếu giám đốc có xu hướng nhắm mắt làm theo các CEO. Từ nghiên cứu chúng ta biết tác động của lòng trung thành có thể giảm bớt bằng cách khuyến khích các ý kiến bất đồng, một hội đồng quản trị đa dạng, và các giám đốc thực sự độc lập. Ngoài ra, hội đồng quản trị có thể họp vắng mặt CEO. Chú ý rằng các cách thức này cũng có thể giúp hội đồng quản trị để tránh những cạm bẫy của tư duy tập thể đã được thảo luận trong chương 11.

12.3 NHỮNG NHÀ PHÂN TÍCH

Khi chúng ta thảo luận phần dưới đây, hành vi của các hội đồng quản trị công ty sẽ được nghiên cứu cẩn thận sau hàng loạt những vụ bê bối gần đây. Các chuyên gia phân tích tài chính cũng nhận được rất nhiều sự chú ý. Trong phần này, chúng ta xem xét vai trò quan trọng của những nhà phân tích tài chính trong hệ thống tài chính và những áp lực xã hội có thể ảnh hưởng tới họ. Chương 8 và 9 đã đề cập một cách ngắn gọn rằng những nhà phân tích có khuynh hướng bầy đàn (mặc dù đôi khi lại biểu hiện hành vi chống lại tính bầy đàn), và những dự báo thu nhập và khuyến nghị của họ thường quá lạc quan. Trong phần này, chúng ta sẽ đi chi tiết hơn vào vai trò và hành vi của các nhà phân tích.

NHỮNG CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN LÀM GÌ?

Những nhà phân tích chứng khoán (security analysts) là những trung gian thông tin. Đối với các nhà đầu tư họ rất quan trọng bởi vì, thông qua những ý kiến chuyên môn của họ, họ tổng hợp vô số thông tin và đưa ra những khuyến nghị liên quan đến các cơ hội đầu tư. Những nhà phân tích xem xét các thông tin từ các báo cáo tài chính, triển lãm thương mại, báo chí, những cuộc hội thảo với các nhà quản trị công ty, và những người nội

bộ khác. Trong một vài trường hợp họ đưa ra những khuyến cáo riêng biệt liên quan đến việc mua một chứng khoán. Ví dụ, những khuyến nghị của họ có thể theo thứ tự sau: mua mạnh, mua, nắm giữ, bán, bán mạnh. Những nhà phân tích cũng cung cấp các dự báo về thành quả tương lai như dự báo về thu nhập hay tỷ lệ tăng trưởng. Những dự báo này giúp cho các nhà đầu tư đánh giá tốt hơn về triển vọng tương lai của một công ty.

Có ba nhóm nhà phân tích chuyên nghiệp. **Nhà phân tích cho bên bán (sell-side analysts)** thường được thuê bởi các nhà môi giới, giao dịch và những ngân hàng đầu tư. Thường thì các báo cáo của họ được sử dụng để thu hút các công ty sử dụng dịch vụ ngân hàng đầu tư. **Nhà phân tích cho bên mua (buy-side analysts)** thường được thuê bởi các công ty quản lý lượng tiền lớn, bao gồm các quỹ tương hỗ, các quỹ đầu cơ và các công ty bảo hiểm. Những báo cáo của họ thường phục vụ cho những mục đích nội bộ. Cuối cùng là **nha phan tich doc lap (independent analysts)**. Những nhà phân tích này không liên quan đến bất kỳ công ty quản lý quỹ và đầu tư lớn nào. Họ cung cấp các nghiên cứu độc lập, và những công ty của họ tạo ra thu nhập thông qua việc các nhà đầu tư đặt mua dài hạn các phân tích hoặc các nghiên cứu có tính phí.

THÀNH QUẢ CỦA CÁC NHÀ PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN

Nhiều nghiên cứu học thuật đã xem xét các đặc điểm của những dự báo thu nhập và khuyến nghị của các nhà phân tích. Như đã thảo luận từ trước, bằng chứng đã chỉ ra rằng các nhà phân tích quá lạc quan.¹⁹ Tâm điểm là các nhà phân tích độc lập và các nhà phân tích cho bên bán bởi vì các báo cáo của những nhà phân tích cho bên mua thường không công bố rộng rãi. Liệu mục tiêu của những chuyên gia phân tích có phải là cung cấp các dự báo chính xác nhất có thể? Nếu mỗi bạn tâm duy nhất của họ là làm sao cung cấp những dự báo với sai số ít nhất thì câu trả lời dường như rất đơn giản. Tuy nhiên, những động cơ của họ thì phức tạp hơn nhiều.

Một sự xung đột rõ ràng trong lợi ích có thể tạo ra sự lắc quan cho các nhà phân tích cho bên bán. Những nhà phân tích trong nhóm nghiên cứu có thể muốn giúp cho các doanh nghiệp thuê họ bằng cách đưa ra những dự báo lạc quan, đặc biệt bởi vì họ không trực tiếp đóng góp vào thu nhập của công ty. Không chỉ vì sự lắc quan giúp bán được cổ phiếu mà ngân hàng đầu tư đang chào bán, nó còn thu hút được các công ty mà có thể cần đến dịch vụ của các ngân hàng đầu tư trong tương lai. Bằng chứng thực

nghiệm phù hợp với ý kiến cho rằng những xung đột về lợi ích này có tác động thực sự. Nếu công ty của một nhà phân tích có hoạt động ngân hàng đầu tư với một công ty khác mà nhà phân tích này đang theo dõi thì anh ta sẽ có xu hướng lạc quan hơn so với trường hợp các công ty không có mối quan hệ nào.²⁰ Thêm vào đó, những cổ phiếu được khuyến nghị đầu tư bởi một nhóm các nhà phân tích bảo lãnh thường có thành quả kém hơn những cổ phiếu được khuyến nghị bởi những nhà phân tích riêng lẻ.²¹ Thậm chí các nhà phân tích được thuê bởi những công ty nghiên cứu độc lập có thể phải gánh chịu hậu quả từ sự xung đột trong quyền lợi. Ban quản lý là một nguồn thông tin quan trọng về một công ty cần phân tích.²² Một dự báo thu nhập thấp hay một khuyến nghị bán có thể đóng lại những kênh thông tin này.²³

CÁC NHÀ PHÂN TÍCH CÓ TÂM LÝ BẦY ĐÀN?

Bên cạnh những xung đột về lợi ích vừa mới trình bày, những quyết định của các nhà phân tích có thể bị ảnh hưởng bởi các áp lực xã hội. Nói chung với nhiều người, các nhà phân tích chứng khoán không giống như đang đứng ngoài đám đông, đặc biệt khi có rất ít sự chắc chắn về thành quả của một công ty. Nghiên cứu chỉ ra rằng công ty mà họ đang theo dõi có mức độ không chắc chắn thấp thì họ không có khuynh hướng quá lạc quan. Tuy nhiên, khi mức độ không chắc chắn cao, các nhà phân tích ít quan tâm đến việc gây tổn hại đến danh tiếng của họ và không quá e ngại khi đưa ra những dự báo lạc quan.²⁴

Nếu các nhà phân tích tránh đứng ở ngoài đám đông, điều này có nghĩa họ cũng có khuynh hướng chạy theo đám đông hay không? Tâm lý bầy đàn hay sự hội tụ trong hành vi của các nhà đầu tư thường được xem là một lý giải cho sự biến động lớn trong giá cả thị trường. Bởi vì các nhà phân tích tài chính chuyên nghiệp là những trung gian thông tin quan trọng, một xu hướng bầy đàn phi lý của các nhà phân tích sẽ gây ra lo ngại.

Con người, nói chung, thường bị lệ thuộc vào tính bầy đàn. Mặc dù chúng ta có thể muốn loại bỏ khuynh hướng bầy đàn như là một áp lực chỉ tác động lên những người trẻ hoặc thiếu kinh nghiệm, nhưng rất ít người có thể dám chắc rằng họ chưa bao giờ ngừng kháng cự lại việc bắt chước theo một ai đó. Đương nhiên, những gì đương như có vẻ bầy đàn có thể đơn giản chỉ là kết quả của những người có cùng thông tin như nhau. Nếu tất cả mọi người đều biết một nhà hàng nào đó ngon hơn những nhà hàng khác thì sẽ nhanh chóng có một dòng người xếp hàng dài trước nhà hàng này.

Hoặc, hành vi bầy đàn có thể là do việc thu thập thông tin rất tốn kém. Mọi người thường có nhiều thông tin khác nhau, và sẽ tốn chi phí để quyết định lựa chọn nào là tốt nhất. Vì thế, nếu bạn ở trong một thành phố mới trong một ngày và bạn thấy rất nhiều người đến một nhà hàng, bạn có thể sẽ gia nhập vào hàng người đang xếp ở đó thậm chí nếu bạn đã nghe rằng có một nhà hàng khác ở dưới phố ngon hơn. Hầu hết mọi người chỉ có thể dùng duy nhất một bữa tối. Có thể sẽ hợp lý khi gạt bỏ thông tin của bạn và đi theo hành động của những người khác. Điều này được gọi là **học hỏi mang tính xã hội (social learning)**.²⁵

Và giống như con người nói chung, những nhà phân tích cũng là những người học hỏi mang tính xã hội, điều này có thể giải thích được cho việc phát hiện thấy dự báo của các nhà phân tích bị sai lệch. Trong một mô hình lý thuyết gần đây, các nhà phân tích với khả năng kém hơn thường đưa ra những dự báo không hoàn toàn phản ánh thông tin riêng của họ.²⁶ Trong mô hình này, khi các nhà phân tích với khả năng tốt và kém đưa ra những dự báo đồng thời, các dự báo của các nhà phân tích có khả năng kém thì ít cách xa hơn với thông tin riêng của họ. Nhưng khi các nhà phân tích lần lượt đưa ra những dự báo thì các nhà phân tích với khả năng thấp thường phớt lờ những thông tin của họ và bắt chước theo các phân tích của những người khác. Với việc đưa ra các dự báo lần lượt hay đồng thời, những nhà phân tích với khả năng thấp thường không sử dụng thông tin của mình nhằm tác động tích cực đến việc đánh giá của những nhà đầu tư đối với khả năng của họ. Những nhà phân tích với khả năng kém muốn được nhìn nhận là có khả năng tốt. Đây là một trường hợp của tính bầy đàn hợp lý.

Nhu đã đề cập ở Chương 8, tuy có nhiều bằng chứng thực nghiệm phù hợp với tính bầy đàn giữa các nhà phân tích, vẫn có những bằng chứng khác cho rằng các nhà phân tích đôi khi chống lại tính bầy đàn (do những mối bạn tâm nghề nghiệp, họ mong muốn được nổi bật). Ở phần tiếp theo đây, chúng ta sẽ chuyển sang trường hợp của Enron. Chúng ta sẽ thấy các giám đốc và các nhà phân tích có vai trò hàng đầu trong sự sụp đổ này.

12.4 ENRON

Vào thời điểm đó, vụ phá sản của Enron là vụ phá sản lớn nhất nước Mỹ, hiện nay chỉ đứng sau vụ của Worldcom. Trong chương 9, chúng ta đã thảo luận sự quá tự tin có thể có nhiều tác động tiêu cực đến việc ra quyết định như thế nào. Những nhà lãnh đạo của tập đoàn Enron được biết đến

với sự kiêu căng và có lẽ vô cùng ngạo mạn. Tất nhiên các nhà quản trị của công ty thì rất đáng khiển trách, nhưng về những bên liên quan khác thì sao? Trong phần này, chúng ta sẽ xem xét những áp lực xã hội có ảnh hưởng như thế nào đến hành vi của hội đồng quản trị và các nhà phân tích tài chính. Đầu tiên, chúng ta điểm qua bối cảnh của công ty.²⁷

THÀNH QUẢ VÀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA ENRON

Enron được thành lập vào năm 1985 bởi Kenneth Lay thông qua việc sáp nhập những công ty đường ống dẫn khí đốt tự nhiên. Lúc đó, thị trường khí đốt tự nhiên được tự do hóa, cùng với một hệ thống đường ống dẫn khí rộng lớn nên Enron đã thu được lợi nhuận. Để tiếp tục phát triển, công ty đã đa dạng hóa hoạt động giao dịch khí đốt tự nhiên và sau đó áp dụng mô hình giao dịch này vào các thị trường khác. Enron đã thành công vang dội với mô hình cho phép cả người mua lẫn người bán quản trị rủi ro. Dường như rất ít người đặt câu hỏi hay điều tra những giao dịch tạo nên sự tăng trưởng của công ty.

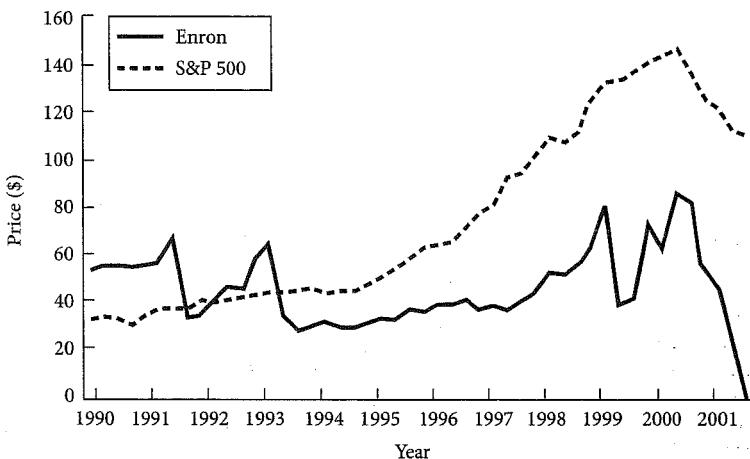
Năm 2000, giá cổ phiếu của Enron đã đạt đỉnh \$90.75/cổ phiếu. Nhưng tại thời điểm phá sản cuối năm 2001, giá cổ phiếu giảm mạnh chỉ còn \$0.25/cổ phiếu. Các cổ đông phải gánh chịu một khoản lỗ khổng lồ. Nhiều nhân viên đã mất tài khoản hưu trí của mình với việc đầu tư quá nhiều vào cổ phiếu Enron.

Hình 12.1, so sánh giá cổ phiếu của tập đoàn Enron với chỉ số S&P 500 từ năm 1990 đến năm 2001. Để tiện so sánh, chỉ số S&P 500 sẽ được chia cho 10. Hình 12.1 dường như không cho thấy giá cổ phiếu của Enron trước năm 2001 có gì đặc biệt khác thường. Thị trường nhìn chung có xu hướng tăng, mặc dù sự gia tăng này dường như không được đảm bảo, ít nhất là trong hồi tưởng. Vấn đề này chúng ta sẽ thảo luận trong Chương 14.

Những thước đo thành quả hoạt động khác có thể cảnh báo các nhà đầu tư về vài điều khác thường trong tập đoàn Enron. Ngoài giá cổ phiếu, một phương pháp phổ biến đo lường thành quả là chỉ số P/E. Hình 12.2 so sánh chỉ số P/E của Enron và P/E của S&P 500. Cuối năm 2000, chỉ số P/E của Enron đạt đến 68. Mặc dù chỉ số P/E của S&P cũng đã khá cao với mức 37, nhưng vẫn lu mờ khi so sánh với Enron. Rõ ràng, những nhà đầu tư sẵn sàng trả một mức giá cao cho mỗi đôla thu nhập hiện tại của cổ phiếu Enron. Điều này có phải là do triển vọng tương lai của công ty cao? Hay là vì cách thức công ty chọn để quản lý thu nhập và

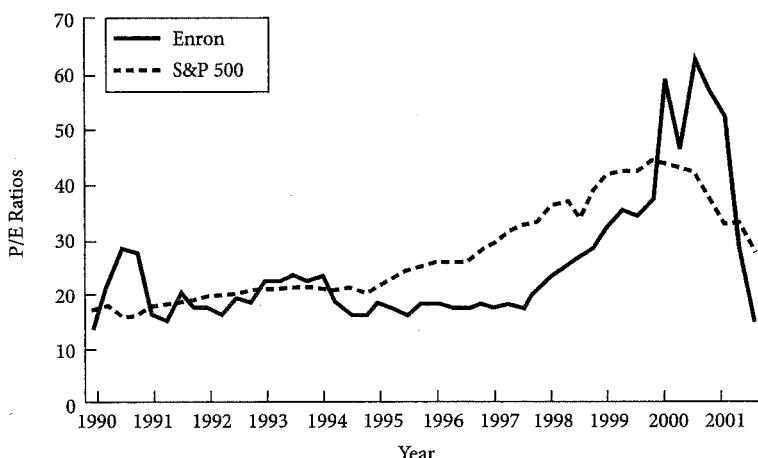
báo cáo thông tin tài chính? Tính minh bạch trong báo cáo tài chính rất quan trọng để thị trường đánh giá chính xác những tiềm năng của công ty. Bằng chứng cho thấy rằng ban quản lý của Enron đã liên quan đến nhiều hoạt động kế toán đáng ngờ. Phần tiếp theo sẽ mô tả hai trong số những hoạt động đáng ngờ này để minh họa cách mà những nhà đầu tư đã bị lừa.

Hình 12.1 Thành quả cổ phiếu Enron so với S&P 500



Nguồn: Enron data are from the *Standard and Poor's Stock Guide*.

Enron trên thực tế đã thành lập hàng trăm thực thể có mục đích đặc biệt (SPE). Một vài trong số đó được dùng để trốn thuế đối với thu nhập ngoài nước Mỹ và các công ty khác để che giấu những khoản nợ khổng lồ. Một SPE về cơ bản chỉ là một vỏ bọc được thành lập dựa trên sự bảo lãnh của Enron và được tài trợ bởi một bên thứ ba độc lập. Theo các quy định kế toán hiện hành, Enron không phải hợp nhất báo cáo tài chính của mình với các SPE nếu bên thứ ba độc lập sở hữu cổ phần tương ứng với 3% giá trị tài sản của SPE. Enron đã dùng một khoản nợ lớn để tài trợ cho hoạt động của các SPE, và tài sản cơ bản của SPE lại là cổ phiếu Enron. Khi giá cổ phiếu tăng, mọi thứ dường như tốt đẹp. Nhưng, chú ý rằng các cổ đông không biết rằng Enron đang có những khoản nợ khổng lồ. Khi giá cổ phiếu giảm, tài sản của các SPE có thể không bảo đảm được cho các khoản nợ, và Enron bị buộc phải tiếp quản nợ.

Hình 12.2 Tỷ số PE của Enron so với tỷ số P/E của S&P 500

Nguồn: Standard and Poor's Stock Guide.

Cấu trúc của một SPE thực sự khá phức tạp. Xem xét ví dụ đã được đơn giản hóa này để hiểu rõ hơn trò chơi của các nhà quản trị.²⁸ Giả định rằng bạn mua một chiếc xe thể thao và vợ bạn không vui vì điều đó. Không chỉ vì rủi ro khi lái xe bởi vì nó chạy nhanh mà còn phải tốn một khoản tiền. Dường như luôn có cái gì đó không đúng về chiếc xe. Để làm vợ bạn vui, bạn nói với cô ấy rằng bạn đã bán nó cho John với giá \$60,000, gấp đôi giá mua. Bạn đã thuyết phục John rằng chiếc xe được bán với giá rẻ và John thì chưa bao giờ có quyết định tài chính hợp lý. Bằng cách nào đó bạn quên kể với vợ rằng bạn đã cho John mượn \$60,000 để mua xe. Trừ phi có một vài phép lừa nào đó đã làm gia tăng giá trị của chiếc xe còn không thì bạn có thể sẽ buộc phải bù đắp một khoản lỗ lớn. Suy nghĩ của vợ bạn và cổ đông là như nhau. Bạn có nghĩ rằng cô ấy cũng sẽ cảm thấy vui về quyết định kinh doanh này nếu biết hết mọi chi tiết không? Lưu ý hầu hết sẽ đồng tình rằng sự bỏ sót thông tin của bạn thì không đúng nhưng bạn không nói dối hay vi phạm bất cứ một bộ luật nào.

Một hoạt động đáng chú ý hơn của Enron liên quan đến kế toán giá trị hợp lý. Với hệ thống kế toán thị trường, ước tính giá trị của một vị thế khá dễ dàng nếu quan sát được giá thị trường. Trong vài trường hợp, giá trị tài sản có thể được dựa trên một mô hình khi giá trị thị trường không có sẵn. Dĩ nhiên tất cả các mô hình đều cần dữ liệu đầu vào và mặc dù những nhà quản lý được kỳ vọng là sẽ ước tính giá trị hợp lý, nhưng đường như các nhà quản trị của Enron đã vẽ nên bức tranh lạc quan nhất. Ví dụ, khi công ty ký một hợp đồng dài hạn, hiện giá dòng tiền tương lai được ước

tính và ghi nhận là doanh thu hiện tại.

Hợp đồng với Blockbuster Video là một minh họa. Vào ngày 19 tháng 7 năm 2000, Enron và Blockbuster Video đã ký hợp đồng 20 năm để phân phối video theo yêu cầu (VOD) thông qua Enron Intelligent Network. Cả hai đều đặt ra những mục tiêu khá cao. Với thông tin công bố cho thấy, cho đến cuối năm đó, họ sẽ tấn công nhu cầu giải trí trên nhiều thị trường ở Mỹ, sau đó mở rộng trong và ngoài nước. Enron ghi nhận lợi nhuận \$110 tỷ bất chấp đã có những quan ngại thực sự về tiềm năng của dự án. Điều đáng nói ở đây là Blockbuster đã không ghi nhận bất cứ khoản lợi nhuận nào từ hợp đồng này. Vào tháng 3 năm 2001, hợp đồng giữa Enron và Blockbuster chính thức kết thúc. Vào tháng 10 năm 2001, Enron phải đảo ngược lợi nhuận mà công ty đã ghi nhận trước đây.

Trong quá khứ, nói giảm một cách tối đa thì thật dễ dàng để thấy rằng báo cáo tài chính của Enron là có vấn đề. Tại sao những thành viên ban quản trị hay những chuyên gia phân tích tài chính đồng hành với công ty lại không chú ý điều đó?

CÁC THÀNH VIÊN HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ

Các thành viên ban quản trị của Enron dường như tán thành nhanh chóng bất cứ điều gì mà ban quản lý trình ra. Họ là nhóm được trả lương cao. Năm 2000, khoản lương thường trung bình của thành viên hội đồng quản trị là \$380,000, cao nhất ở Mỹ.²⁹ Liệu hội đồng quản trị của Enron có giám sát hay lại cố làm hài lòng ban quản lý?

Hội đồng quản trị đã làm gì sai? Đầu chương chúng ta đã tranh luận rằng đa số các thành viên hội đồng quản trị nên được thuê ngoài. Cùng với hai CEO của Enron trong suốt thời gian này, 15 thành viên khác là từ bên ngoài. Chúng ta biết rằng những thành viên hội đồng quản trị này có nhiều kinh nghiệm và giỏi về chuyên môn và dù họ không phải trong nội bộ nhưng chúng ta không chắc là họ thật sự độc lập. Ngoài cảnh báo này thì dường như tiêu chuẩn hội đồng quản trị nên có đa số những thành viên bên ngoài đã được thỏa mãn.³⁰

Một đặc điểm khác trong cấu trúc hội đồng quản trị cũng gây chú ý. Hội đồng quản trị tương đối lớn, và nghiên cứu cho thấy trong nhiều trường hợp các hội đồng quản trị nhỏ thì tốt hơn vì các thành viên có trách nhiệm nhiều hơn. Nay giờ, khi nhận thức lại thì dường như các thành viên này không liên quan một cách cụ thể và không nghi ngờ thông tin do các nhà quản trị đưa ra. Ví dụ, Ủy ban kiểm toán của Enron

bao gồm những thành viên bên ngoài, mỗi lần họp chỉ khoảng 85 phút nhưng lại thông qua một nội dung họp dài với nhiều những hạng mục quan trọng.³¹

Cuối cùng, các thành viên phải ra đi với những hình phạt. Danh tiếng của họ bị ảnh hưởng và có lẽ không bao giờ phục hồi được. Năm 2005, 10 người trong số các thành viên này đã phải đồng ý một thỏa thuận bồi thường trong vụ kiện của các cổ đông.³² Mặc dù các thành viên hội đồng quản trị được bảo đảm bằng bảo hiểm do công ty chi trả, nhưng trong tình huống này họ đã phải trả \$13 triệu từ tiền túi của mình. Đối với những người ở bên ngoài hội đồng quản trị như chúng ta, thật khó để đánh giá mức độ ảnh hưởng của sự tư lợi, sự trung thành, và tư duy tập thể đến hành vi của các thành viên, nhưng dường như chắc chắn là những ảnh hưởng mang tính hành vi này đóng một vai trò nhất định. Một thách thức đối với nghiên cứu tương lai là tách bạch và đo lường tác động của những ảnh hưởng này đối với việc ra quyết định.

CÁC NHÀ PHÂN TÍCH

Những nhà phân tích có cảnh báo những nhà đầu tư về vấn đề của Enron không? Trong suốt thời gian trước vụ phá sản của Enron, các nhà phân tích đã tiếp tục lạc quan về công ty. Họ cũng chấp nhận các kế hoạch của ban quản lý và không nghi ngờ chúng. Thật ra, ngay cả sau khi SEC điều tra về các mâu thuẫn lợi ích của Enron, khuyến nghị thường thấy của các nhà phân tích là mua hay 1.9, trong đó 1 = mua mạnh và 5 = bán mạnh.³³ Mặc dù chúng ta không thể trực tiếp kiểm tra điều này, nhưng bằng chứng này phù hợp với những mâu thuẫn quyền lợi giữa các nhà phân tích. Họ có thể lạc quan vì phần lớn các khoản phí của ngân hàng đầu tư được tạo ra bởi Enron. Thậm chí những nhà phân tích đã làm việc ở một ngân hàng đầu tư mà hiện tại không làm ăn với Enron cũng phụ thuộc vào những mâu thuẫn lợi ích này do lo ngại về các mối quan hệ kinh doanh có thể có trong tương lai.Thêm vào đó, các nhà phân tích muốn duy trì những kênh thông tin với ban quản lý.

Từ sau bong bóng dot-com vào những năm 1990, những nhà phân tích cho bên bán bị chú ý nhiều hơn. SEC đã bổ sung **những qui định đối với việc công bố thông tin minh bạch (Regulation Fair Disclosure - Reg FD)** trong một cố gắng ngăn cản việc tiết lộ thông tin có chọn lọc của những công ty đại chúng đối với những nhà đầu tư lớn. Theo qui định, các công ty phải công bố thông tin quan trọng đến tất cả các nhà đầu tư, lớn

và nhỏ, cùng lúc. Sau đó năm 2002, **đạo luật Sarbanes-Oxley Act (SOX)** đã được ký để đối phó với những vụ bê bối của công ty như vụ phá sản của Enron. Trong SOX có một yêu cầu thiết lập sự ngăn cách giữa những nhà phân tích trong nghiên cứu và hoạt động ngân hàng đầu tư của công ty. Mục đích là để thúc đẩy gia tăng niềm tin của công chúng trong nghiên cứu do những nhà phân tích trình bày.

CÁC BÊN LIÊN QUAN KHÁC TRONG VỤ SỤP ĐỔ CỦA ENRON

Những thành viên hội đồng quản trị và nhà phân tích không chỉ là những người duy nhất phải chịu trách nhiệm trong vụ sụp đổ của Enron. Trong thời kỳ bong bóng dot-com dẫn đến giá cổ phiếu tăng cao, những nhà đầu tư dường như tập trung hoàn toàn vào lãi vốn ngắn hạn. Những nhà quản trị dường như cũng quan tâm nhiều đến ngắn hạn, có lẽ bởi vì một phần đáng kể thù lao của họ là dưới dạng những quyền chọn cổ phần. Như chúng ta sẽ bàn trong Chương 15, nếu những nhà đầu tư bất hợp lý, những nhà quản lý có thể có lợi từ lãi vốn tạm thời trong giá cổ phiếu và có thể theo đuổi những hành động đáp ứng mong muốn của những nhà đầu tư này.

Bên cạnh đó, công ty kiểm toán của Enron, Arthur Anderson, quá dễ dàng chấp nhận mô hình kinh doanh và phương pháp kế toán của Enron. Những giao dịch tài chính tuy khá phức tạp, nhưng thậm chí như vậy đi nữa, trách nhiệm của kiểm toán viên là phải đạt được trình độ cần thiết của chuyên gia và thực hành thái độ hoài nghi nghề nghiệp. Có lẽ những người đứng đầu Anderson đã bị che mắt bởi khoản phí khổng lồ kiếm được.³⁴ Trong năm 2000, Anderson kiếm được \$25 triệu phí kiểm toán và \$27 triệu phí tư vấn từ Enron.³⁵ Trong năm 2002, các nhân viên của Anderson đã bị phát hiện sai phạm trong việc che giấu sự thật căn cứ vào việc tiêu hủy các tài liệu Enron của nó, và công ty đã phải tinh nguyện từ bỏ giấy phép hành nghề kế toán. Mặc dù sự thật là Tòa án tối cao đã bác bỏ việc kết án Anderson vào năm 2005, nhưng công ty vẫn khó có thể tồn tại được.

VĂN HÓA CÔNG TY VÀ ĐẶC TÍNH CÁ NHÂN

Mọi người đều đã yêu thích Enron, bao gồm cả những nhân viên của nó, những nhà đầu tư, những thành viên hội đồng quản trị, và những nhà phân tích.³⁶ Ngay cả lúc những khoản thua lỗ gia tăng, nhiều nhà phân

tích và nhà đầu tư vẫn lạc quan về công ty. Hãy chú ý bài báo sau được xuất bản trong tháng 10 năm 2001:³⁷

Ông Curt Launer của CSFB cũng là luật sư bào chữa lâu năm của công ty, đôi khi đưa ra các báo cáo nghiên cứu để bác bỏ những tin đồn chỉ trích Enron trong các báo tài chính. Vào thứ hai, ông đã viết là ông mong đợi những điều tra về đối tác của Enron và công bố số liệu kế toán của công ty sẽ tiếp tục, nhưng ông vẫn “tự tin vào hoạt động kinh doanh và triển vọng tăng trưởng của Enron và sự phục hồi trong giá cổ phần”.

Trong những năm gần đây, các nhà nghiên cứu Phố Wall đã trở nên hứng khởi quá mức – những người chỉ trích sẽ nói là mù quáng – đối với Enron, ngay cả khi họ thừa nhận không hiểu về các giao dịch tài chính phức tạp là nguyên nhân khiến lợi nhuận tăng vọt. Nay giờ, khi Enron đang công bố những thua lỗ quá mức từ một vài giao dịch tài chính phức tạp nhất của nó, mà nhiều chuyên gia của Wall Street vẫn không thể nhận ra.

Công ty đã có một văn hóa công ty độc đáo. Những nhân viên của Enron rất trung thành với công ty. Họ đã nghĩ rằng công ty của họ là không thể bị đánh bại. Phần trước trong chương này đã trình bày sự nguy hiểm của lòng trung thành. Lòng trung thành với một tổ chức có thể thậm chí nguy hiểm hơn lòng trung thành với một cá nhân. Theo Mifram:

Mỗi cá nhân sở hữu một lương tâm có thể ở mức độ lớn hơn hoặc nhỏ hơn dùng để kiểm chế dòng chảy không giới hạn của những sự thôi thúc gây tổn hại cho những người khác. Nhưng khi anh ta kết hợp con người của anh ta vào trong một cấu trúc tổ chức, một cấu trúc mới thay thế con người tự trị, không bị cản trở bởi những khuôn khổ đạo đức cá nhân, được giải phóng khỏi sự hạn chế của con người, chỉ quan tâm đến sự chấp thuận của người cầm quyền.³⁸

Một bài học quan trọng mà ví dụ điển hình là sự sụp đổ của Enron ở đây là giữ một đặc tính riêng biệt là điều quan trọng cho bất kì ai ở bất kì tổ chức nào. Cho dù là một thành viên của hội đồng quản trị, một nhà phân tích cung cấp thông tin về công ty, một nhân viên, hay một cổ đông, thì điều quan trọng là lùi lại một bước và thực hiện đánh giá tình hình một cách độc lập để tránh không bị lôi kéo bởi những áp lực của xã hội.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Một hội đồng quản trị của công ty là một cơ quan giám sát nội bộ, tư vấn cho các giám đốc và thiết lập qui định cho những nhà quản lý.
2. Một hội đồng quản trị nhỏ với phần lớn thành viên từ bên ngoài được cho là thực hiện việc ra quyết định hiệu quả hơn.
3. Những vấn đề có thể phát sinh khi thành viên hội đồng quản trị tư lợi hay là nạn nhân của sự trung thành không đúng chỗ.
4. Những nhà phân tích tài chính là những nhân vật quan trọng trong thị trường tài chính bởi vì họ là những trung gian thông tin.
5. Những nhà phân tích tài chính có thể bị tác động bởi những mâu thuẫn lợi ích trong đó cái gì tốt nhất cho lợi ích của họ có thể không phải là tốt nhất cho nhà đầu tư.
6. Sự phá sản của Enron minh họa một vài áp lực của xã hội vốn rất quan trọng trong việc tìm hiểu sự sụp đổ gây xôn xao dư luận của một công ty lớn của Mỹ.

CÂU HỎI THẢO LUẬN

1. Phân biệt các khái niệm/thuật ngữ sau:
 - a. Sự phục tùng và lòng trung thành
 - b. Những lời nói dối vô hại và sự hợp tác
 - c. Hành vi bầy đàn và học hỏi mang tính xã hội
 - d. Các thành viên hội đồng quản trị bên ngoài và các thành viên độc lập
2. Thảo luận phát biểu sau: Các thành viên nội bộ nên chiếm phần lớn trong hội đồng quản trị của một công ty bởi vì họ có hiểu biết tốt hơn về hoạt động kinh doanh của công ty.
3. Công ty của bạn chuyên sản xuất các sản phẩm điện tử phức tạp và đã tăng trưởng nhanh. Hiện giờ bạn đang có ý định liên kết. Thậm chí sau khi liên kết, phần lớn cổ phần sẽ do những người sáng lập, trong đó có bạn, nắm giữ. Một đồng nghiệp của bạn đề xuất thành lập một hội đồng quản trị lớn chỉ bao gồm những thành viên từ bên ngoài. Cô ấy rất lo lắng về những vụ bê bối chấn động của các công ty trong thời gian gần đây. Bạn có đồng ý với đề xuất này không? Giải thích
4. Mô tả ba nhóm chuyên gia phân tích tài chính và xác định những công ty sẽ thuê các nhóm chuyên gia này.

5. Vụ phá sản lớn nhất ở Mỹ vào năm 2002 là công ty Worldcom, Inc. Những thành viên quản trị bên ngoài phải bỏ tiền túi để đền bù khi bị khởi kiện, giống như Enron. Mặc dù các thành viên ban quản trị của Worldcom có thể không đóng

vai trò chủ động trong các gian lận kế toán trắng trợn, họ vẫn bị chỉ trích vì những lựa chọn khác. Nghiên cứu những sự kiện xung quanh Worldcom và vai trò của hội đồng quản trị. Bạn nghĩ sai lầm lớn nhất của họ là gì?

CHÚ THÍCH

- Stein, N., 2/10/2000, “Global most admired: The world’s most admired companies”, *Fortune* 142(7), pp. 182-186.
- Trustees of Dartmouth College v. Woodward*, 17 U.S. 518 (1819), p. 636.
- Xem <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (25/11/2008).
- Để biết về quản trị doanh nghiệp từ quan điểm vấn đề đại diện, xem Marnet, O., 2005, “Behavior and rationality in corporate governance”, *Journal of Economic Issues* 39(3), 613-632.
- Có lập luận rằng các hội đồng quản trị là một giải pháp của thị trường đối với vấn đề đại diện giữa nhà quản lý và cổ đông, đây là vấn đề nội sinh. Xem Hermalin, B. E., và M. S. Weisbach, 2003, “Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* (April), 7-26.
- Yermack, D., 1996, “Higher market valuations of companies with a small board of directors”, *Journal of Financial Economics* 40(2), 185-211.
- Noe, T. H., M. J. Rebello, và R. Sonti, 2007, “Activists, raiders, and directors: Opportunism and the balance of corporate power”, Social Science Research Network working paper 1102902.
- Để biết thêm về hội đồng quản trị, xem Vance, S. C., 1983, *Corporate Leadership: Boards, Directors, Strategy* (McGraw-Hill, New York).
- Xem Gillette, A. B., T. H. Noe, và M. J. Rebello, 2003, “Corporate board composition, protocols, and voting behavior: Experimental evidence”, *Journal of Finance* 58(5), 1997-2032.
- Bạn có thể đã nghe về trò chơi “Sáu cấp độ của Kevin Bacon”, trong đó những người chơi

- cố gắng liên kết các diễn viên bằng hay ít hơn 6 liên kết.
11. Milgram, S., 1967, "The small world problem", *Psychology Today* 1, 60-67.
 12. Davis, G. F., M. Yoo, và W. E. Baker, 2003, "The small world of the American corporate elite, 1982-2001", *Strategic Organization* 1(3) (Tháng 8), 301-326.
 13. Kramarz, F., và D. Thesmar, 2006, "Social networks in the boardroom", IZA Discussion Paper No. 1940 (Tháng 1).
 14. Forbes.com, 3/5/2007, "Special report: CEO compensation".
 15. Những ước tính về trung vị của thù lao cho các thành viên hội đồng quản trị của top 100 công ty NYSE và NASDAQ tại ngày 31/3/2006 lần lượt là 199,448\$ và 232,035\$. Xem Frederic W. Cook & Co., Inc., 2006, "Director compensation: NASDAQ 100 vs. NYSE 100", Tháng 10.
 16. Nghiên cứu thử nghiệm cho rằng con người nói dối để tác động lên ấn tượng của những người khác về họ. Xem Ackert, L. F., B. K. Church, X. J. Kuang, và L. Qi, 2007, "White lies: Why bother?", Georgia Tech working paper.
 17. Morck, R., 2004, "Behavioral finance in corporate governance – Independent directors and non-executive chairs", National Bureau of Economic Research working paper 10644.
 18. Milgram, S., 1974, *Obedience to Authority: An Experimental View* (Harper & Row, New York).
 19. Schipper, K., 1991, "Commentary on analysts' forecasts", *Accounting Horizons* 5 (Tháng 12), 105-121.
 20. Dugar, A., và S. Nathan, 1995, "The effect of investment banking relationships on financial analysts' earnings forecasts and investment recommendations", *Contemporary Accounting Research* 12(1), 131-160.
 21. Michaely, R., và K. L. Womack, 1999, "Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations", *Review of Financial Studies* 12(4) (Tháng 7), 653-686.
 22. Việc tiếp cận với ban quản lý có thể không còn quan trọng so với trong quá khứ bởi vì đạo luật Regulation FD, đạo luật này sẽ được thảo luận ở phần sau của chương.
 23. Francis, J., và D. Phibrick, 1993, "Analysts' decisions as products of a multi-task environment", *Journal of Accounting Research* 31(2), 216-230.
 24. Ackert, L. F., và G. Athanassakos, 1997, "Prior uncertainty, analyst

- bias, and subsequent abnormal returns”, *Journal of Financial Research* 20(2), 263-273.
25. Bikhchandani, S., D. Hirshleifer, và L. Welch, 1998, “Learning from the behavior of others: Conformity, fads, and informational cascades”, *Journal of Economic Perspectives* 12(3) (Summer), 151-170.
26. Xem Trueman, B., 1994, “Analyst forecasts and herding behavior”, *Review of Financial Studies* 7(1), 97-124. Để biết thêm về nghiên cứu thử nghiệm về hành vi bầy đàn của các nhà nghiên cứu, xem Ackert, L. F., B. K. Church, và K. Ely, 2009, “Biases in individual forecasts: Experimental evidence”, *Journal of Behavioral Finance* 9(2), 53-61; và để biết thêm về tổng quan lý thuyết, xem Hirshleifer, D., và S. H. Teoh, 2003, “Herd behavior and cascading in capital markets: A review and synthesis”, *European Financial Management* 9(1), 25-66.
27. Để biết thêm về vụ phá sản của Enron, xem Benston, G. J., và A. L. Hartgraves, 2002, “Enron: What happened and what we can learn from it”, *Journal of Accounting and Public Policy* 21(2), 105-127; và Healy, P. M., và K. G. Palepu, 2003, “The fall of Enron”, *Journal of Economic Perspectives* 17(2) (Spring), 3-26.
28. Ví dụ này được đề xuất trong bài xã luận: *Wall Street Journal Europe*, 23/08/2002, “The Enron and Tyco Cleanups”, Review and Outlook, p. A8.
29. Abelson, R., 16/12/2001, “Enron board comes under a storm of criticism”, *New York Times*, p. BU4.
30. Về những phẩm chất của hội đồng quản trị, xem Zandstra, G., 2002, “Enron, board governance, and moral failings”, *Corporate Governance* 2(2), 16-19.
31. Healy, P. M., và K. G. Palepu, 2003, “The fall of Enron”, *Journal of Economic Perspectives* 17(2) (Spring), 3-26.
32. Smith, R., J. Weil, 10/01/2005, “Ex-Enron directors reach settlement”, *Wall Street Journal*, WSJ.com.
33. Healy, P. M., và K. G. Palepu, 2003, “The fall of Enron”, *Journal of Economic Perspectives* 17(2) (Spring), 3-26.
34. Tất nhiên, có nhiều yếu tố ảnh hưởng tới quyết định của kiểm toán viên. Ví dụ, kiểm toán viên với nhiệm kỳ dài hơn thường có khả năng phát hiện gian lận tốt hơn. Xem Fairchild, R. J., 2007, “Does audit tenure lead to more fraud? A game-theoretic approach”, Social Science Research Network working paper 993400.

35. Benston, G. J., và A. L. Hartgraves, 2002, "Enron: What happened and what we can learn from it", *Journal of Accounting and Public Policy* 21(2), 105-127; và Healy, P. M., và K. G. Palepu, 2003, "The fall of Enron", *Journal of Economic Perspectives* 17(2) (Spring), 3-26.
36. Câu chuyện về các tài khoản hấp dẫn của Enron được cung cấp bởi Eichenwald, K., 2005, *Conspiracy of Fools: A True Story* (Broadway Books, New York); và McLean, B., và P. Elkind, 2004, *The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron* (Penguin Books, New York).
37. Craig, S., và J. Weil, 26/10/2001, "Most analysts remain plugged in to Enron", Heard on the Street, *Wall Street Journal*, p. C1.
38. Milgram, S., 1974, *Obedience to Authority: An Experimental View* (Harper & Row, New York), p. 188.

KẾT QUẢ THỊ TRƯỜNG

PHẦN

V

Chương 13: Lý giải về hành vi cho những hiện tượng bất thường

Chương 14: Các yếu tố hành vi có giải thích được cho các câu đố
trên thị trường chứng khoán

LÝ GIẢI VỀ HÀNH VI CHO NHỮNG HIỆN TƯỢNG BẤT THƯỜNG

CHƯƠNG

13

13.1 GIỚI THIỆU

Trong Chương 4, chúng ta đã xem xét một số hiện tượng bất thường chính. Nhắc lại rằng những bất thường đó được xác định là kết quả thực nghiệm, và nếu không được giải thích thỏa đáng, chúng dường như sẽ đi ngược lại với tính hiệu quả của thị trường. Những bất thường chính đã được xem xét là: 1) hiệu ứng các công ty nhỏ, 2) phản ứng có độ trễ đối với những công bố thu nhập, 3) giá trị so với tăng trưởng, 4) quán tính giá và sự đảo ngược. Trong chương này chúng ta sẽ thảo luận những giải thích có thể có cho ba bất thường cuối. Hiệu ứng công ty nhỏ thì không phải lúc nào cũng bị quy kết cho các yếu tố hành vi. Tuy nhiên, nó vẫn nằm trong nhóm các bất thường chính bởi vì nó đóng vai trò trung tâm trong mô hình ba nhân tố Fama-French, một mô hình truyền thống để điều chỉnh rủi ro.

Chúng ta bắt đầu phần 13.2 với một thảo luận về những thông báo thu nhập có độ trễ và xu hướng cổ phiếu giá trị đánh bại cổ phiếu tăng trưởng. Trong phần 13.3, chúng ta quay trở lại với quán tính giá và sự đảo ngược. Ba mô hình hành vi khác nhau giải thích cho quán tính giá hoặc/và sự đảo ngược sẽ được phác thảo. Như đã thảo luận trong Chương 4, để kiểm định tính hiệu quả của thị trường chúng ta cần kiểm định một giả thuyết kết hợp, với việc bác bỏ giả thiết có thể ám chỉ tính không hiệu quả của thị trường hoặc một phương pháp điều chỉnh rủi ro không thích hợp (hay là cả hai). Với quan điểm này, trong phần 13.4, chúng ta xem xét liệu sự điều chỉnh rủi ro thích hợp có thể giải thích được cho những bất thường hiển nhiên hay không.

13.2 CÔNG BỐ THU NHẬP VÀ GIÁ TRỊ SO VỚI TĂNG TRƯỞNG

ĐIỀU GÌ ĐẦNG SAU PHẢN ỨNG CHẬM ĐỔI VỚI NHỮNG CÔNG BỐ THU NHẬP?

Nhắc lại rằng những công bố thu nhập quan trọng, bất kể là dương hay âm, lúc nào cũng không được phản ánh đầy đủ trong giá cả, dẫn tới một thời kỳ phản ứng bị trì hoãn. Điều có thể giải thích một phần cho bằng chứng về khuynh hướng phản ứng chậm hậu công bố này, đó là dường cả nhà phân tích và nhà đầu tư đều neo vào thu nhập trước đó, ngũ ý rằng họ phản ứng dưới mức đối với những thông tin mới. Ví dụ, sai số dự báo thu nhập hàng quý của các nhà phân tích Value Line là có tương quan dương trên ba độ trễ đầu tiên, điều này nghĩa là chúng cùng dấu có thể là do việc phản ứng dưới mức.¹ Bằng chứng phù hợp với giải thích về mặt hành vi chỉ ra rằng trong số các nhà đầu tư, chủ yếu là những người giao dịch nhỏ (thiếu kiến thức) có những dạng hành vi dẫn đến khuynh hướng phản ứng chậm sau công bố thu nhập.²

Tồn tại đồng thời với những phản ứng dưới mức trong ngắn hạn có thể là các phản ứng quá mức trong dài hạn. Một thước đo lường phổ biến đối với tăng trưởng thu nhập kỳ vọng là chỉ số P/E, với P/E cao phản ánh một nhận định tăng trưởng tương lai cao và P/E thấp phản ánh một nhận định tăng trưởng thấp. P/E ở thị trường Mỹ vào cuối năm 1999 là khá phân tán, với phân vị thứ 10 là 7.4 và phân vị thứ 90 là 53.9.³ Cùng lúc đó, sự phân tán tương tự cũng tồn tại giữa những nhà phân tích, với dự báo của họ về tốc độ tăng trưởng thu nhập trong 5 năm, đã có một khoảng phân vị từ thứ 10 đến thứ 90 tương ứng từ 8.9% đến 40%. Tuy nhiên, bằng chứng cho thấy có rất ít công ty tăng trưởng nhanh chóng trong thời gian dài và sự trở lại giá trị trung bình sẽ là vấn đề trọng tâm.⁴

Ngoài việc quá phân tán, dự báo của các nhà phân tích cũng có xu hướng quá lạc quan.⁵ Tuy từ đầu chúng ta đã thảo luận các lí giải về mặt tâm lí đối với sự lạc quan, vẫn có những giải thích liên quan đến vấn đề đại diện. Trước khi có Quy định FD (Fair Disclosure) về minh bạch công khai, ban quản lý của các công ty đã khá tự do trong việc xử lý các dòng thông tin, và đôi khi một vài nhà phân tích được ưu ái sẽ có thể lấy được thông tin sớm hơn.⁶ Trong môi trường này, có thể sẽ là tối ưu (xét về khía cạnh tối thiểu hóa sai số bình phương kỳ vọng của các dự báo) đối với các nhà phân tích khi đưa ra những dự báo sai lệch trong khi cùng lúc đó

lại nhận được những thông tin ưu tiên.⁷ Cũng hàm ý về một động cơ liên quan đến vấn đề đại diện, đó là việc phát hiện thấy rằng những nhà phân tích này có thể đánh giá thông tin một cách lạc quan nếu công ty của họ sắp bảo lãnh cho các công ty được xếp hạng.⁸

ĐIỀU GÌ ĐÚNG ĐẦNG SAU LỢI THẾ GIÁ TRỊ?

Như chúng ta đã biết, theo dữ liệu quá khứ, cổ phiếu giá trị luôn tốt hơn cổ phiếu tăng trưởng. Bỏ qua việc xem xét đến các rủi ro (chúng ta sẽ quay lại ở phần sau chương này), Josef Lakonishok, Andrei Shleifer và Robert Vishny đã nghiên cứu những lí do có thể giải thích cho lợi thế giá trị.⁹ Họ đề xuất bốn lí do giải thích tại sao mà các nhà đầu tư tổ chức hay nhỏ lẻ lại có thể hứng thú với những cổ phiếu hấp dẫn (hay cổ phiếu tăng trưởng) hơn so với cổ phiếu giá trị. Một trong hai lí do đầu tiên là sai lầm trong đánh giá, và chúng ta có thể đoán được là nhà đầu tư cá nhân thì dễ phạm sai lầm này hơn các nhà đầu tư tổ chức:

1. Họ đang phạm những sai lệch trong đánh giá khi ngoại suy tốc độ tăng trưởng tương lai từ quá khứ, và vì vậy họ ngạc nhiên khi thấy cổ phiếu giá trị trở nên sáng giá và cổ phiếu tăng trưởng gây thất vọng. Đây được gọi là giả thuyết sai số do kỳ vọng.
2. Do lệch lạc tình huống điển hình, các nhà đầu tư có thể giả định rằng những công ty tốt là những khoản đầu tư tốt.¹⁰

Hai lí do kế tiếp liên quan đến việc xem xét vấn đề đại diện. Cả hai đều giả định rằng, tuy các nhà đầu tư tổ chức có thể biết rõ hơn, nhưng do những vấn đề liên quan đến công việc, họ vẫn có thể né tránh cổ phiếu giá trị:

1. Bởi vì các nhà tài trợ xem những công ty thu nhập ổn định và có sự tăng trưởng bê ngoài là một khoản đầu tư khôn ngoan, để có vẻ đang theo sát nhiệm vụ được ủy thác bằng cách hành động khôn ngoan, các nhà đầu tư tổ chức có thể né tránh những chứng khoán giá trị khi chúng không còn được ưa thích nữa.¹¹
2. Bởi vì vấn đề liên quan đến công việc, các nhà đầu tư tổ chức, vốn bị đánh giá qua những thời kỳ ngắn, có thể lo lắng khi quá nghiêng theo bất kì hướng nào, và do đó sai lệch so với tiêu chuẩn. Một chiến lược đầu tư giá trị đòi hỏi một độ nghiêng như vậy và có lẽ phải mất thời gian để thành công, vì vậy về khía cạnh này nó đầy rủi ro.

Trong khi tất cả những lý giải trên đều có thể là những nhân tố góp phần giải thích, hầu hết sự chú ý đều nhất trí với lý giải đầu tiên, giả thuyết

sai số do kỳ vọng. Nhìn vào từ quan điểm chứng khoán tăng trưởng, trực giác cho thấy thị trường đã phản ứng quá mức đối với những tin tức tốt (có lẽ sau khi đã phản ứng dưới mức đối với nó). Tuy giá theo nguyên tắc là gia tăng cùng với tin tức tốt, chúng đã đi quá xa (so với giá trị cơ bản), và vì thế phải rớt trở lại một mức độ nào đó. Điều này dẫn đến tỷ suất sinh lợi từ chứng khoán tăng trưởng sẽ tiếp tục yếu đi. Từ quan điểm cổ phiếu giá trị, vốn đã chứng kiến sự sụt giảm của giá sau tin tức xấu, thì giá đã rớt quá nhiều, và do đó, phải tăng trở lại. Điều này dẫn đến tỷ suất sinh lợi cao từ cổ phiếu giá trị trong tương lai.

Bằng chứng chi tiết được cung cấp để hỗ trợ cho bất thường về lợi thế giá trị nói chung và để ủng hộ cho giả thuyết sai số do kỳ vọng nói riêng. Ví dụ, khi danh mục đầu tư được tạo lập đơn thuần dựa trên cơ sở của những ước lượng tăng trưởng thu nhập của các nhà phân tích, những danh mục đầu tư với những ước lượng tăng trưởng cao về thực chất là kém hơn so với những danh mục có ước lượng tăng trưởng thấp.¹² Hơn nữa, các cổ phiếu có tăng trưởng kỳ vọng cao có tỷ suất sinh lợi xung quanh ngày công bố thu nhập (khung thời gian 3 ngày) thấp hơn so với những cổ phiếu có kỳ vọng tăng trưởng thấp. Nhìn từ một khía cạnh khác, các cổ phiếu được xếp hạng theo tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (B/P) cũng có tỷ suất sinh lợi có thể dự báo được xung quanh khoảng thời gian công bố thu nhập.¹³ Cụ thể hơn, mười phần trăm công ty có tỷ số B/P cao nhất có thành quả tốt hơn những công ty có tỷ số B/P thấp nhất trong những khung thời gian hậu công bố thu nhập trong nhiều năm sau khi thiết lập danh mục đầu tư. Tuy khoảng cách trong tỷ suất sinh lợi giữa chứng khoán tăng trưởng và giá trị phân nào giảm đi, nó vẫn đáng kể trong cả ý nghĩa kinh tế lẫn thống kê trong 5 năm.

Hơn nữa, nếu chúng ta cho rằng những người trong nội bộ có thông tin tốt hơn những người bên ngoài thì điều này sẽ cho thấy tần suất mua của những người nội bộ sẽ có xu hướng gia tăng khi mà cổ phiếu càng lúc càng dịch chuyển về miền giá trị.¹⁴ Một lí do giải thích tại sao những cơ hội không bị loại trừ một cách dễ dàng là bởi vì rủi ro những nhà đầu tư gây nhiều, đó là rủi ro mức độ định giá sai có thể trở nên tồi tệ hơn.¹⁵ Về mặt này, nhất quán với một lý giải về hành vi cho lợi thế giá trị, đó là tác động B/P mạnh hơn đối với những cổ phiếu có tính biến động cao (và vì vậy dẫn đến một xác suất cao là mức độ định giá sai có thể diễn biến xấu hơn).¹⁶ Một nghiên cứu tương tự tìm thấy rằng những chứng khoán với sự am hiểu của các nhà đầu tư thấp hơn cũng sẽ có một tác động B/P mạnh hơn.

13.3 ĐIỀU GÌ ĐỨNG ĐẦNG SAU QUÁN TÍNH GIÁ VÀ SỰ ĐẢO NGƯỢC?

Hãy nhớ lại sự tồn tại của quán tính giá trong trung hạn và sự đảo ngược trong dài hạn. Đặt những kết quả lại với nhau hàm ý rằng các nhà đầu tư đầu tiên phản ứng dưới mức và sau đó là phản ứng quá mức. Về cơ bản, chúng ta có một sự kết hợp giữa phản ứng dưới mức trong các tài liệu nghiên cứu về công bố thu nhập và phản ứng quá mức đòi hỏi sự đảo ngược mà chúng ta thấy trong các tài liệu nghiên cứu về cổ phiếu giá trị. Trong phần tiếp theo của chương này, một vài mô hình về hành vi khác nhau giải thích cho quán tính giá và sự đảo ngược sẽ được trình bày.

Mô hình đầu tiên do Kent Daniel, David Hirshleifer và Avanidhar Subrahmany đưa ra, ở dạng đơn giản nhất của nó, sẽ giải thích cho sự đảo ngược bằng cách đưa vào tâm lý quá tự tin.¹⁷ Mô hình thứ hai do Mark Grinblatt và Bing Han đưa ra, giải thích quán tính giá sử dụng lý thuyết triển vọng, tính toán bất hợp lý và hiệu ứng ngược vị thế.¹⁸ Và mô hình thứ ba do Nicholas Barberis, Andrei Shleifer và Robert Vishny đưa ra sẽ giải thích cho cả quán tính giá lẫn sự đảo ngược, dựa trên hiện tượng neo và lệch lạc tình huống điển hình.¹⁹

MÔ HÌNH DANIEL-HIRSHLEIFER-SUBRAHMANYAM VÀ LÝ GIẢI SỰ ĐẢO NGƯỢC

Mô hình Daniel-Hirshleifer-Subrahmanyam (DHS) dựa trên việc các nhà đầu tư quá tự tin đánh giá quá cao sự chính xác của những tín hiệu riêng của họ. Điều này dẫn đến chuỗi tương quan phủ định trong giá, hay sự đảo ngược. Ở đây trình bày một phiên bản đã điều chỉnh thu nhỏ của mô hình đơn giản nhất của họ.²⁰ Xem xét một thế giới mà ở đó một nhóm các nhà giao dịch, giả định bằng quan với rủi ro, được cung cấp thông tin để tạo ra thông tin riêng về giá trị một chứng khoán. Tuy nhiên, những nhà giao dịch này quá tự tin về sự chuẩn xác của những thông tin đó. Trong mô hình này, cũng có những nhà giao dịch không bị lệch lạc. Nếu vậy, họ là những người chấp nhận giá.

Giả định chúng ta bắt đầu ở trạng thái cân bằng tại $t = 0$; ở $t = 1$ một tín hiệu gây nhiễu riêng xuất hiện (có thể giả định các nhà đầu tư có thông tin và tiến hành vài phân tích không chính xác về giá trị thực của chứng khoán); và ở $t = 2$ giá trị thực của chứng khoán được xác định. Tín hiệu riêng ở $t = 1$ là:

13.1

$$s_1 = \theta + \varepsilon$$

Trong đó θ là một biến số ngẫu nhiên có giá trị trung bình bằng 0 với phương sai là σ_θ^2 , đại diện cho sự thay đổi trong giá trị thực của chứng khoán. Nó là một quan sát không hoàn hảo bởi một số hạng nhiễu có trung bình bằng 0 và phương sai là σ_ε^2 . Tâm lý quá tự tin là một nhân tố bởi vì các nhà giao dịch có thông tin, trong tâm trí của họ, sẽ thổi phồng quá mức sự chính xác của các tín hiệu riêng, sử dụng σ_C^2 thay cho σ_ε^2 , với $\sigma_C^2 < \sigma_\varepsilon^2$. Với việc giả định sự bằng quan với rủi ro của những nhà giao dịch có thông tin, tại $t = 1$, giá cả thiết lập ở giá trị kỳ vọng của θ với điều kiện s_1 . Tại $t = 2$, giá cả tiến đến giá trị thực của chứng khoán.

Xem xét mức giá tại $t = 1$. Thách thức đặt ra là phải tách được thông tin ra khỏi tín hiệu nhiễu. Về trực giác, nếu σ_ε^2 thấp so với σ_θ^2 , sẽ có lý khi tin rằng tín hiệu chủ yếu là sự thay đổi thực sự trong giá trị. Ngược lại, nếu σ_ε^2 cao so với σ_θ^2 , sẽ hợp lý khi tin rằng tín hiệu chủ yếu là nhiễu. Trong trường hợp đầu, sẽ hợp lý khi thay đổi mức giá gần bằng s_1 . Trong trường hợp sau, giá cả sẽ không dịch chuyển nhiều. Tức là:

13.2

$$p_1 = \frac{\sigma_\theta^2}{(\sigma_\theta^2 + \sigma_\varepsilon^2)} (\theta + \varepsilon)$$

Với p_1 là giá trị của chứng khoán tại thời điểm $t = 1$. Ngược lại, những nhà đầu tư quá tự tin lại tin rằng sai số của của họ ít hơn mức khách quan. Vì vậy, nhận định của họ về giá trị tại $t = 1$ là:

13.3

$$p_1 = \frac{\sigma_\theta^2}{(\sigma_\theta^2 + \sigma_C^2)} (\theta + \varepsilon)$$

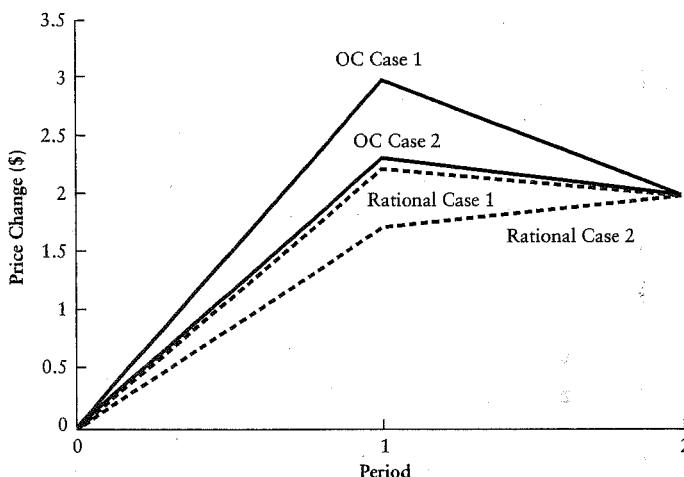
Vì $\sigma_\varepsilon^2 > \sigma_C^2$, giá cả bị ảnh hưởng bởi tín hiệu nhiều hơn so với mức hợp lý.

Ví dụ được minh họa trong biểu đồ 13.1, chỉ ra điều này có ý nghĩa gì đối với mức giá. Giả sử rằng $\theta = 2$, $\sigma_\theta^2 = \sigma_\varepsilon^2 = 1$ và $\sigma_C^2 = 0.5$. Chúng ta sẽ xem xét hai trường hợp: $\varepsilon = 2.5$ (trường hợp 1) và $\varepsilon = 1.5$ (trường hợp 2). Những đường liên đạm chỉ ra đường đi của giá với giả định rằng các nhà giao dịch quá tự tin sẽ chi phối mức giá. Những đường đứt quãng chỉ ra đường đi của giá với giả định không có tâm lý quá tự tin.

Bắt đầu với trường hợp 1, thậm chí mức giá hợp lý sẽ thay đổi \$2.25 – hơi cao hơn giá trị cân bằng. Lý do là vì $\sigma_\theta^2 = \sigma_\varepsilon^2$, theo công thức 13.2, hợp lý khi

tin rằng một nửa các tín hiệu là thông tin thực ($s_1 = (2 + 2.5)/2 = 2.25$). Tuy nhiên, những nhà đầu tư quá tự tin lại tin rằng thậm chí có một tỷ lệ lớn hơn của s_1 là thông tin và đẩy giá cao hơn nữa, lên tới \$3. Xem xét trường hợp 2. Bây giờ giá hợp lý thay đổi \$1.75 – hơi thấp hơn giá trị cân bằng. Chúng ta sẽ chú ý rằng khi một nửa các tín hiệu là thông tin thực và một nửa là sai số, tính trên trung bình sẽ là thực, giá hợp lý lập tức đi tới điểm cân bằng. Phản ứng quá mức của các nhà đầu tư quá tự tin lại một lần nữa xuất hiện trong trường hợp 2 này. Họ sẽ đẩy giá lên \$2.33. Tuy giả định sai số đủ thấp so với thông tin, kể cả khi các nhà đầu tư quá tự tin sẽ thiết lập mức giá dưới mức cân bằng, tính trên trung bình, họ sẽ phản ứng quá mức, và đòi hỏi có sự đảo ngược.

Hình 13.1 Mô phỏng dựa trên mô hình DHS



Mô hình DHS đưa ra một số hàm ý có thể kiểm định. Ví dụ, các nhà quản lý nên phát hành cổ phần khi họ tin rằng cổ phiếu của họ bị định giá cao, và mua lại khi tin rằng chúng bị định giá thấp. Thật vậy, trong Chương 15, có những chứng cứ chỉ ra xu hướng này.

MÔ HÌNH GRINBLATT-HAN VÀ GIẢI THÍCH QUÁN TÍNH GIÁ

Như đã đề cập trước đó, mô hình Grinblatt-Han (GH), dựa trên lý thuyết triển vọng, tính toán bất hợp lý và hiệu ứng ngược vị thế. Nói ngắn gọn, khuynh hướng bán quá nhanh/năm giữ quá lâu đối với các chứng khoán lời/lỗ hàm ý một phản ứng trì hoãn đối với tin tức tốt/xấu, bởi vì các nhà đầu tư chịu ảnh hưởng của điểm tham chiếu và có đường cầu phản ánh thành quả trước đó.

Để xem xét mô hình của họ, đối chiếu với hình 13.2, trình bày một hàm giá trị chuẩn theo thuyết triển vọng. Nhớ lại tính lõm của hàm số trong miền lời (phù hợp với sự e ngại rủi ro), tính lồi trong miền lỗ (phù hợp với sự tìm kiếm rủi ro) và gấp khúc tại điểm tham chiếu. Ngoài ra, nhớ lại thảo luận về sự tích hợp và tách biệt, vốn có liên quan đến tính toán bất hợp lý và việc đóng các tài khoản. Giả định rằng, các nhà đầu tư tách biệt kết quả ở các chứng khoán khác nhau (nghĩa là họ không nghĩ về khía cạnh danh mục đầu tư, thay vào đó họ nhìn vào từng chứng khoán một tại từng thời điểm), nhưng họ lại tích hợp kết quả vào cùng một chứng khoán (điều này có nghĩa là điểm tham chiếu của họ, hợp lý nhất là giá mua vào một chứng khoán, chỉ thay đổi rất chậm). Vì thế, nếu chứng khoán có lời tính từ lúc mua ban đầu, nó sẽ di chuyển dọc lên theo hàm giá trị của thuyết triển vọng (tới điểm C và D), trong khi đó, nếu một chứng khoán thua lỗ, nó sẽ di chuyển dọc xuống theo hàm giá trị này (tới điểm A và B). Lập luận ở đây là bạn rời càng xa miền tìm kiếm rủi ro, thì một hành động rủi ro cụ thể nào đó lại càng ít có khả năng ở trong miền này, vì thế sự e ngại rủi ro cao hơn đối với những hành động bắt đầu ở D so với C, C so với B, và B so với A. Điều này ngụ ý rằng cầu sẽ lớn hơn đối với những chứng khoán chịu lỗ vốn (lỗ càng nhiều, nhu cầu càng cao), và thấp hơn đối với những chứng khoán đã có lời (lợi nhuận càng cao dẫn đến nhu cầu càng thấp). Điều này là một giải thích khả thi cho hiệu ứng ngược vị thế và là một nhân tố then chốt của mô hình GH.

Xem xét giá trị (nội tại) (f_t) của một chứng khoán trong mô hình GH. Nó là một bước đi ngẫu nhiên, chỉ thay đổi khi có những thông tin liên quan (ε_t) xảy đến:

13.4

$$f_{t+1} = f_t + \varepsilon_{t+1}$$

Nhu cầu đến từ hai nhóm nhà đầu tư: nhà đầu tư hợp lý (R) và những nhà đầu tư bị ảnh hưởng bởi thuyết triển vọng và tính toán bất hợp lý (PT/MA). Nhóm đầu tiên có hàm số cầu như sau:

13.5

$$D(R)_t = 1 + b(f_t - p_v)$$

$D(R)_t$ là cầu của những nhà đầu tư hợp lý tại t ; và p_v là giá cổ phiếu tại t . Chú ý rằng $b > 0$ phản ánh độ dốc của đường cầu hợp lý. Khi giá trị vượt quá giá cả, nhà đầu tư lý trí sẽ gia tăng cầu.²¹ Nhà đầu tư PT/MA là thành phần thứ hai của cầu trên toàn thị trường:

13.6

$$D(PT/MA)_t = 1 + b(f_t - p_v) + \lambda (ref_t - p_v)$$

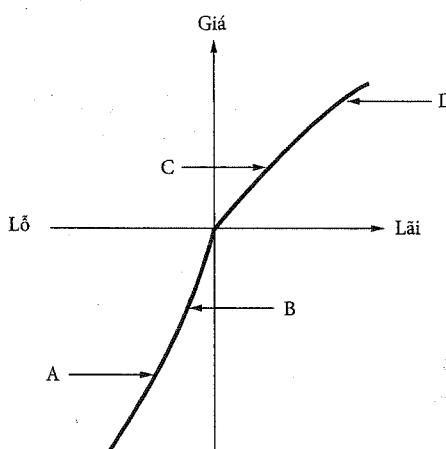
$D(PT/MA)_t$ là nhu cầu tại t của những nhà đầu tư chịu ảnh hưởng bởi thuyết triển vọng và tính toán bất hợp lý. Ở đây, ref_t là điểm tham chiếu và $\lambda (>0)$ biểu thị mức độ quan trọng tương đối của thành phần lãi vốn đối với những nhà đầu tư PT/MA. Lưu ý rằng, nếu $ref_t > p_t$, cầu sẽ cao hơn vì giá nằm trong miền tìm kiếm rủi ro. Nếu tỷ lệ nhà đầu tư PT/MA là $\mu\%$ trên tất cả các nhà đầu tư; chúng ta tổng hợp nhu cầu của hai nhóm; chuẩn hóa mức cung ở mỗi đơn vị; và cho cung bằng cầu; dẫn đến mức giá cân bằng là:

13.7

$$p_t = wf_t + (1-w) ref_t,$$

$$w=1/(1+\mu\lambda)$$

Hình 13.1 Hàm giá trị lý thuyết triển vọng và hiệu ứng ngược vị thế



Để làm sáng tỏ hơn, giá thị trường là trung bình có trọng số của giá trị và điểm tham chiếu. Rõ ràng có sự phản ứng dưới mức đối với tin tức. Bắt đầu từ trạng thái cân bằng ($f_t = p_t = ref_t$), tin tức tích cực đẩy giá trị lên. Giá cả sẽ phản ứng cùng hướng, nhưng sẽ bị kéo lại một phần nào đó bởi điểm tham chiếu (điểm sẽ được chỉ ra là dịch chuyển chậm hơn). Chỉ qua thời gian thì giá cả mới tiến đến mức đúng. Điều này cần có thời gian, do đó sẽ xuất hiện quán tính giá. Hơn nữa, càng có nhiều nhà đầu tư PT/MA (μ càng cao) và thành phần lãi vốn đối với họ càng quan trọng (λ càng cao) thì ảnh hưởng của điểm tham chiếu càng mạnh và phản ứng cũng càng yếu.

Chúng ta cần phải nghĩ điểm tham chiếu là điểm tham chiếu trung bình cho tất cả các nhà đầu tư PT/MA. Nó sẽ thay đổi theo thời gian khi hoạt động giao dịch xảy ra. Lấy ví dụ, giả định rằng một nhà đầu tư PT/MA nào đó mua cổ phiếu giá \$5 (vì vậy điểm tham chiếu của cô ấy là \$5).

Bây giờ giá tăng lên \$7, với lãi vốn là \$2, tuy nhiên điểm tham chiếu của nhà đầu tư này vẫn là \$5. Lại giả định rằng, nhà đầu tư này cần tiền và bán lại cổ phiếu cho một nhà đầu tư PT/MA khác với giá \$7. Điểm tham chiếu của anh ta là \$7, là mức giá mà anh ta đã mua. Vì thế, qua thời gian giao dịch, điểm tham chiếu sẽ dịch chuyển về phía giá thị trường. Đưa điều này vào mô hình theo công thức điều chỉnh điểm tham chiếu như sau, với tốc độ điều chỉnh là v :

13.8

$$ref_{t+1} = vp_t + (1 - v)ref_t$$

Rõ ràng là v có tương quan với tốc độ giao dịch.

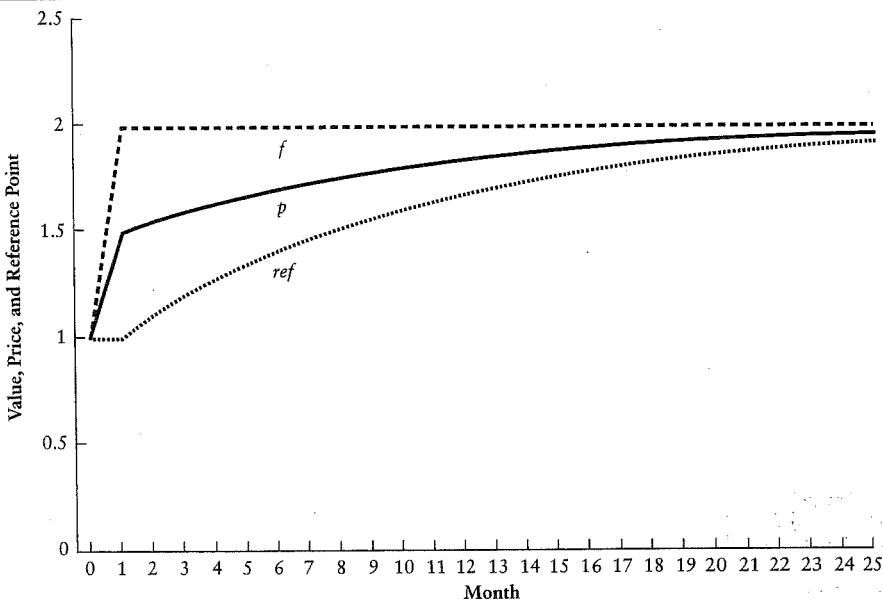
Xem xét một ví dụ như sau. Giả định rằng chúng ta bắt đầu tại $t = 0$, trong tình trạng ổn định, tại đó $f_t = p_t = ref_t = \$1$, và sau đó những tin tức thực sự tích cực (tại $t = 1$) làm giá trị tăng gấp đôi, lên \$2. Cho $\mu = 0.5$ và $\lambda = 2$, hình 13.3 cho thấy quá trình dịch chuyển của giá cả và điểm tham chiếu trong 24 tháng kế tiếp (đến $t = 25$). Giá cả dịch chuyển về phía giá trị nhưng rất chậm bởi vì các nhà đầu tư PT/MA vẫn chú trọng vào điểm tham chiếu, mà điểm này dịch chuyển chậm hơn. Đương nhiên chúng ta sẽ nhận thấy những chứng khoán trong một thế giới thực không bao giờ thể hiện một quán tính giá “rõ ràng” như trong ví dụ này. Lý do là thường xuyên có những thông tin mới (tác động đến f_t) xuất hiện.

Dễ dàng để chỉ ra rằng tỷ suất sinh lợi kỳ vọng tại bất kỳ thời điểm nào (R_t) đều bằng:

13.9

$$E_t(R_{t+1}) = (1 - w)v/(p_t - ref_t)/p_t$$

Lưu ý rằng, chúng ta giả định không có cổ tức, vì thế tỷ suất sinh lợi toàn bộ là lãi vốn. Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng sẽ cao nếu v cao bởi vì sự điều chỉnh nhanh chóng của điểm tham chiếu có nghĩa là bây giờ giá có thể dịch chuyển, ngược lại v thấp thì sau này giá mới dịch chuyển. w thấp (μ cao và λ cao) cũng ngụ ý rằng giá có thể dịch chuyển nhiều hơn, bởi vì w thấp để xuất rằng giá có khả năng dịch chuyển xa hơn. Đáng chú ý là, chúng ta kỳ vọng tỷ suất sinh lợi cao hơn thì lãi vốn chưa thực hiện trung bình của nhà đầu tư cao hơn $((p_t - ref_t)/p_t)$. Trong đồ thị, chúng ta thấy điều này thể hiện ở khoảng cách hẹp giữa p_t và ref_t , điều này xảy ra đồng thời với việc tỷ suất sinh lợi dương giảm dần.²²

Hình 13.3 Mô phỏng dựa trên mô hình GH

Cần phải lưu ý rằng đẳng thức 13.9 không liên kết trực tiếp tỷ suất sinh lợi kỳ vọng trong tương lai với tỷ suất sinh lợi trong quá khứ (quán tính giá). Mặc dù vậy, lãi vốn chưa thực hiện của một cổ phiếu có thể có tương quan cao với tỷ suất sinh lợi quá khứ, vì thế mô hình hàm ý một quán tính giá chuẩn. Tuy nhiên, lãi vốn này phải dự đoán cho tỷ suất sinh lợi trong tương lai tốt hơn so với dùng tỷ suất sinh lợi quá khứ. Thực vậy, Grinblatt và Han tìm thấy rằng: hiệu ứng quán tính giá dựa trên tỷ suất sinh lợi biến mất một khi hiệu ứng ngược vị thế PT/MA được kiểm soát. Tuy vậy, một yếu điểm của mô hình GH đó là nó chỉ giải thích cho quán tính giá, chứ không giải thích được sự đảo ngược. Vì lí do này, chúng ta đi đến mô hình cuối cùng, giải thích cả cho quán tính giá và sự đảo ngược.

MÔ HÌNH BARBERIS-SHLEIFER-VISHNY VÀ LÝ GIẢI VỀ QUÁN TÍNH GIÁ VÀ SỰ ĐẢO NGƯỢC

Nhớ lại trong Chương 5, chúng ta đã nói về câu chuyện của một cặp đôi bắt đầu chuyến dã ngoại của họ. Lúc đầu họ hoàn toàn bám vào niềm tin rằng trời sẽ không mưa, nhưng sau đó, khi một dấu hiệu mới (mây đen) bắt đầu kéo đến, họ đã thay đổi kế hoạch và tin chắc rằng sắp tới trời sẽ mưa. Ban đầu, họ thể hiện một hiệu ứng neo trong nhận thức, trong khi sau đó thì lại phụ thuộc vào một biến thể của lách lạc do tình huống diễn

hình là đánh giá thấp xác suất cơ sở. Mô hình Barberis-Shleifer-Vishny (BSV) chịu tác động của xu hướng các cá nhân ước lượng một cách không chính xác trong, ví dụ này đó là, tin rằng sự vật là trắng hoặc đen. Mô hình của họ dẫn đến một thế giới mà tại đó đầu tiên các nhà đầu tư sẽ phản ứng dưới mức, và rồi sau đó lại phản ứng thái quá đối với các tin tức đáng chú ý. Hay có thể nói rằng các nhà đầu tư “phản ứng thái quá một cách chậm chạp”.²³

Có bằng chứng cho thấy mức thu nhập rất gần với bước đi ngẫu nhiên, nói cách khác là tăng trưởng thu nhập trong quá khứ thì không đặc biệt hữu dụng khi dự đoán tăng trưởng thu nhập trong tương lai.²⁴ Giả định rằng tồn tại bước đi ngẫu nhiên đối với thu nhập (n_t):

13.10

$$n_{t+1} = n_t + \varepsilon_{t+1}$$

Để đơn giản, những thay đổi trong thu nhập, $\varepsilon_{t+1} = n_{t+1} - n_t$, được giả định là $+y$ hoặc $-y$ với xác suất bằng nhau. Tuy nhiên, khi chỉ ước lượng một cách thô sơ, thì các nhà đầu tư tin rằng các cổ phiếu chỉ chuyển đổi giữa hai chế độ. Trong chế độ 1, các nhà đầu tư tin rằng thu nhập sẽ quay trở lại mức trung bình. Điều này có nghĩa là một sự thay đổi tăng lên/giảm xuống trong thu nhập có thể kéo theo sự thay đổi giảm xuống/tăng lên trong thu nhập của kỳ kế tiếp. Cụ thể là, với một thay đổi tăng/giảm trong thu nhập thì sẽ có một xác suất thấp (pr_L) của một thay đổi tăng/giảm trong thu nhập ở kỳ kế tiếp. Ngược lại, trong chế độ 2, với một thay đổi tăng/giảm trong thu nhập cho trước, sẽ có một xác suất cao (pr_H) của một thay đổi tăng/giảm trong thu nhập kỳ tiếp theo. Nói cách khác, người ta tin rằng có một sự tiếp diễn trong thu nhập. Chú ý rằng $pr_H > pr_L$. Mô hình cũng đòi hỏi xác suất chuyển đổi giữa hai chế độ. Chúng ta giả định rằng: chúng ta đang ở chế độ 1 ($s_t = 1$), có một xác suất là λ_1 sẽ chuyển sang chế độ 2, và nếu đang ở chế độ 2 ($s_t = 2$) thì sẽ có xác suất là λ_2 sẽ chuyển sang chế độ 1. Tại mọi thời điểm, các cá nhân phải đoán xem liệu thị trường đang ở chế độ 1 hay 2. Các xác suất ước lượng của họ sẽ tăng hoặc giảm khi các sự kiện bắt đầu diễn ra. Một chuỗi các thay đổi khác nhau (như $+y, -y, +y, -y$) sẽ khiến người ta tin rằng họ đang trong chế độ 1, trong khi một chuỗi thay đổi trong thu nhập như $(+y, +y, +y, +y)$ hay $(-y, -y, -y, -y)$ sẽ khiến người ta tin rằng họ đang trong chế độ 2.

Có thể chỉ ra rằng nếu các thay đổi trong thu nhập là giống nhau tại t và $t + 1$, xác suất nhận thấy chế độ 1 là hàm các tham số của mô hình như sau:

$$13.11 \quad q_{t+1} = \frac{[(1-\lambda_1)q_t + \lambda_2(1-q_t)]pr_L}{[(1-\lambda_1)q_t + \lambda_2(1-q_t)]pr_L + [\lambda_1q_t + (1-\lambda_2)(1-q_t)]pr_H}$$

Có thể chứng minh được rằng $q_{t+1} < q_t$. Hay nói cách khác, sau sự tiếp diễn như vậy thì khả năng chúng ta đang trong chế độ 1 thì ít hơn so với trước đây. Ngược lại, nếu sự thay đổi trong thu nhập tại t và $t+1$ là khác nhau thì khi đó xác suất nhận thấy chế độ 1 là:

$$13.12 \quad q_{t+1} = \frac{[(1-\lambda_1)q_t + \lambda_2(1-q_t)](1-pr_L)}{[(1-\lambda_1)q_t + \lambda_2(1-q_t)](1-pr_L) + [\lambda_1q_t + (1-\lambda_2)(1-q_t)](1-pr_H)}$$

Lần này thì có thể chứng minh $q_{t+1} > q_t$. Hay nói cách khác, sau sự đảo ngược thì khả năng chúng ta đang ở chế độ 1 là cao hơn. Để xem xét mô hình vận hành như thế nào khi xem xét lại xác suất rơi vào chế độ 1 qua thời gian, chúng ta xem hình 13.4. Tại đây, giả định rằng $pr_H = 3/4$, $pr_L = 1/3$, $\lambda_1 = 0.1$ và $\lambda_2 = 0.3$. Chú ý rằng q_t tăng lên sau khi có tín hiệu chuyển đổi nhưng sẽ giảm sau khi có tín hiệu của sự tiếp diễn.

Chuyển sang phân định giá, giả định mọi thu nhập đều được hoàn trả cho các nhà đầu tư dưới dạng cổ tức. Sử dụng mô hình chiết khấu cổ tức dạng chuẩn, giá trị sẽ là:

$$13.13 \quad p_t = \frac{E_t d_{t+1}}{(1+R)^1} + \frac{E_t d_{t+2}}{(1+R)^2} + \frac{E_t d_{t+3}}{(1+R)^3} + \dots$$

p_t là giá trị tại thời điểm t , d_t là mức cổ tức tại thời điểm t và R là suất chiết khấu. Nếu các nhà đầu tư nhận thấy bước đi ngẫu nhiên một cách chính xác thì công thức 13.13 đơn giản sẽ mang tính liên tục vĩnh viễn và rút gọn còn:

13.14

$$p_t = n_t / R$$

Có thể thấy rằng bản chất niềm tin của các nhà đầu tư về các chế độ và sự chuyển đổi giữa chúng chỉ ra mức giá thực là:

13.15

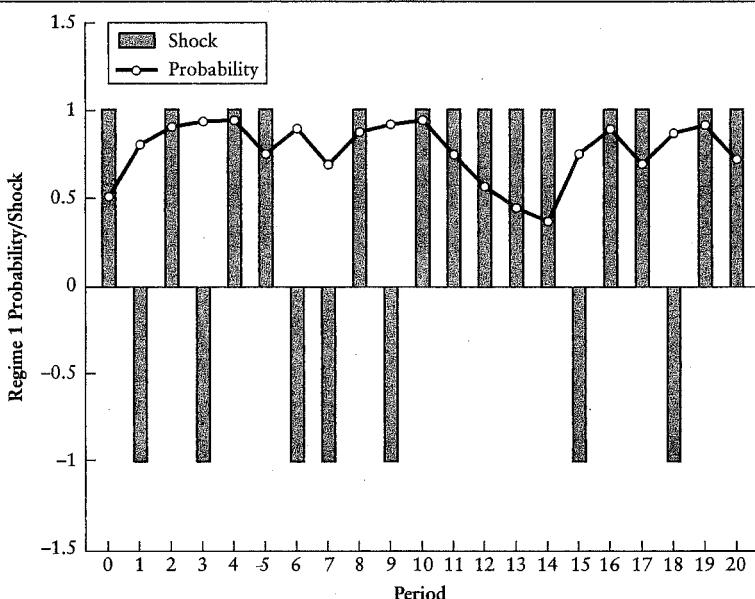
$$p_t = n_t / R + k_t \varepsilon_t$$

Tuy nhân tố k_t là một hàm phức tạp của q_t , có thể thấy nó sẽ âm khi q_t khá cao, điều này có nghĩa sau một thay đổi tăng/giảm trong thu nhập, tuy giá cả phản ứng theo đúng hướng, nhưng nó vẫn phản ứng không đầy

đủ - phản ứng dưới mức. Khi q_t tiến đến một mức đủ thấp, thì giai đoạn thứ hai sẽ dương/âm sau một thay đổi tăng/giảm trong thu nhập - phản ứng thái quá. Vì vậy, chúng ta thấy rằng mô hình này có thể tạo ra dạng phản ứng dưới mức và phản ứng thái quá mà chúng ta chứng kiến trong thực nghiệm.

Sau đó, các tác giả đã tiến hành một mô phỏng để xem liệu mô hình có khả năng tạo ra những mẫu hình chính xác hơn mà chúng ta đã quan sát được từ dữ liệu quá khứ. Sử dụng cùng các tham số đã giả định trước đó, các bộ dữ liệu nhân tạo về thu nhập và giá cả của 2000 công ty trong hơn 6 năm đã được tạo ra.²⁵ Những gì chúng ta cần xem xét là sự phản ứng dưới mức sau các tin tức, và theo sau đó là sự phản ứng thái quá sau một chuỗi các sự kiện tương tự nhau. Với mỗi giai đoạn n - năm trong mẫu ($n = 1, 2, 3, 4$), danh mục sẽ được thiết lập từ tất cả các công ty với những công bố tăng/giảm trong thu nhập qua n - năm liên tiếp nhau. Trong bảng 13.1, ở cột số liệu đầu tiên, chúng ta thấy sự khác biệt giữa danh mục có mức thu nhập tăng và danh mục có mức thu nhập giảm. Kết quả đúng như dự kiến: ban đầu, giá cả tiếp tục lên/xuống khá chậm, nhưng cuối cùng chúng vẫn trở lại với mức giá đúng của chúng.

Hình 13.4 Mô phỏng dựa trên mô hình BSV



Nguồn: Barberis, N., A. Shleifer, và R. Vishny, 1998, "A model of investor sentiment," *Journal of Financial Economics*, 49, pp. 307–344.

Nhớ lại rằng các kết quả của quán tính giá và sự đảo ngược trong các tài liệu liên quan đến các tỷ suất sinh lợi trong quá khứ, chứ không phải là thu nhập trong quá khứ. Để xem liệu mô hình có thể giải thích các kết quả này hay không, các tác giả cũng mô phỏng những khác biệt trong tỷ suất sinh lợi của danh mục dựa trên tỷ suất sinh lợi trong quá khứ. Các phân vị được hình thành mỗi năm dựa trên tỷ suất sinh lợi. Trong cột số liệu thứ hai của bảng 13.1, thể hiện sự chênh lệch giữa phân vị tốt nhất và xấu nhất trong năm tiếp sau đó.

Bảng 13.1 | Tỷ suất sinh lợi mô phỏng từ các mức thu nhập và tỷ suất sinh lợi dựa trên mô hình BSV

Thời gian năm giữ	Mức thu nhập	Mức tỷ suất sinh lợi
1 năm	0.0391	0.0280
2 năm	0.0131	0.0102
3 năm	-0.0072	-0.0094
4 năm	-0.0309	-0.0181

Nguồn: Journal of Financial Economics, Vol 49, Issue 3, Barberis, N., A. Shleifer, và R. Vishny, "A model of investor sentiment," pp. 307-44, 9/1998.

Như các bài nghiên cứu về quán tính giá đã đề cập trước đây, chúng ta nhận thấy một sự dai dẳng khi chúng ta quy định các khoảng thời gian trung hạn (1 - 2 năm) và sự đảo ngược khi quy định khoảng thời gian dài hạn (3 - 4 năm).

Mô hình cũng có thể đưa ra các kết quả phù hợp với hiện tượng cổ phiếu giá trị so với cổ phiếu tăng trưởng. Bởi vì không có các số liệu kế toán cho các công ty mô phỏng (và do đó không có giá trị sổ sách), các tác giả đã nghiên cứu trên tỷ số P/E (với các giả định cho trước của mô hình) cũng bằng với tỷ số giá trên cổ tức. Các phân vị cũng được hình thành từ tỷ số P/E và các tác giả tính toán chênh lệch trung bình trong tỷ suất sinh lợi sau đó giữa các công ty có tỷ số P/E thấp nhất và cao nhất. Họ nhận thấy giá trị này là khoảng 4.35%. Do đó, nhìn chung, mô hình có thể lý giải cho bằng chứng về sự trì hoãn sau công bố thu nhập, quán tính giá và sự đảo ngược, và cổ phiếu giá trị so với với cổ phiếu tăng trưởng.

13.4 NHỮNG GIẢI THÍCH HỢP LÝ

Chúng ta không nên ngay lập tức phát biểu rằng thị trường là không hiệu quả khi phát hiện ra các bất thường. Thực tế, có một số giải thích hoàn toàn nhất quán với sự hợp lí và tính hiệu quả. Chúng ta đã thảo luận về việc đào bới dữ liệu, là khả năng nếu một ai đó quan sát đủ lâu thì “dữ liệu sẽ phải đầu hàng”.²⁶ Mặc dù vậy, sự nhất quán của một vài bất thường, đặc biệt là quán tính giá và phần bù giá trị, qua những giai đoạn khác nhau và ở những thị trường khác nhau, đã làm yếu đi đáng kể chỉ trích này. Một khả năng khác là phương pháp dùng để lập luận cho một bất thường nào đó có sai sót, vì thế, làm cho việc tìm kiếm bằng chứng về tính không hiệu quả chỉ là sự đánh lừa. Tranh luận này thuộc về kĩ thuật và ở đây chúng ta không quan tâm, tuy nhiên, nhìn chung hầu hết các bất thường đều đứng vững trước các chỉ trích cụ thể này.²⁷ Sự công kích chính là nằm ở hình thức điều chỉnh rủi ro không phù hợp.

ĐIỀU CHỈNH RỦI RO KHÔNG PHÙ HỢP

Như đã đề cập trước đây, tất cả kiểm định thị trường hiệu quả là thông qua những kiểm định giả thuyết kết hợp. Cụ thể, giả thuyết H_0 yêu cầu: 1) tính hiệu quả; 2) một mô hình cụ thể để điều chỉnh rủi ro. Những kiểm định tính hiệu quả trước đó giả định rằng việc điều chỉnh rủi ro phù hợp chỉ đòi hỏi sự xem xét thị trường hay rủi ro beta (như trong CAPM). Giả định rằng, một nghiên cứu cụ thể bác bỏ thị trường hiệu quả. Vấn đề là bác bỏ giả thuyết H_0 cũng chính là bác bỏ giả thuyết kết hợp. Điều này có nghĩa là hoặc thị trường không hiệu quả; hoặc chúng ta đang sử dụng một mô hình định giá tài sản sai (tức là chúng ta giả định kỹ thuật điều chỉnh rủi ro không đúng), hoặc là cả hai. Vì thế, việc bác bỏ không bao giờ rõ ràng, bởi vì chúng ta có thể chỉ đang lờ đi những thành phần tăng thêm của rủi ro.

Xem xét ví dụ sau đây. Ví dụ này không liên quan đến việc định giá hay thị trường, nhưng nó minh họa cho vấn đề giả thuyết kết hợp. Người ta đến chơi các máy đánh bạc ở một sòng bạc nào đó, được quảng cáo “tỷ suất sinh lợi” là -2%. Có nghĩa là đem mỗi \$1 đi đánh bạc, trung bình thu về 98 cents. Không nghi ngờ gì, rõ ràng đây là một khoản đầu tư tồi, và hầu hết những người đánh bạc đều biết điều đó, nhưng lợi ích không liên quan đến tiền (Một buổi đi chơi với bạn bè? Giấc mơ giàu có?) làm nó trở nên đáng giá. đương nhiên, hầu hết mọi người đều thua, nhưng trường hợp trùng số đặc biệt dường như có thể bào chữa cho việc

đánh bạc. Trên cơ sở này, niềm tin đồng nhất của các khách hàng là đi vào sòng bài với dự kiến lỗ 2%. Giả sử rằng trên thực tế, mức lỗ trung bình thực sự là cao hơn, 5%. Điều này là có thể nếu máy cài đặt sai, hoặc người quản lý đã gian lận.

Khi kiểm định tính hiệu quả của thị trường, giả thuyết có thể bị bác bỏ. “Mô hình định giá” hàm ý với tỷ suất sinh lợi là -2% (theo quảng cáo) sẽ không phù hợp với mức lỗ 5% quan sát được. Nhưng giả sử, người ta học hỏi qua thời gian. Họ học từ kinh nghiệm bản thân hay nói chuyện với những người cùng chơi để hình thành những quan điểm khá chính xác. Trên cơ sở này, họ sẽ điều chỉnh kỳ vọng của mình, thực tế là đi đến mức lỗ kỳ vọng 5% (bất chấp những gì mà quản lý sòng bạc đã quảng cáo). “Tỷ suất sinh lợi” này sẽ vẫn rất cạnh tranh so với những sòng bạc khác (tỷ suất sinh lợi quảng cáo -2% đã là một món hời), và có lẽ khách hàng thích không khí của sòng bạc, vì thế hầu hết mọi người khách ban đầu sẽ tiếp tục đến đó. Sau đó, “thị trường” sẽ trở nên hiệu quả khi những người chơi bạc dự kiến mức lỗ 5%, và sự thật đó chính là điều đã xảy ra. Điều này cho thấy khả năng những sai lệch trong tính hiệu quả của thị trường chỉ là tạm thời.

Nhưng bây giờ một nhà kinh tế học tài chính thông thái đi đến và quyết định xem xét liệu “thị trường” sòng bạc có hiệu quả hay không, và lấy kinh nghiệm về kết quả thu được từ một sòng bạc nào đó để hình thành nên mẫu của mình. Người này sẽ chú ý đến tỷ suất sinh lợi quảng cáo -2% và quyết định đó là mức chuẩn phù hợp. Nếu mẫu về kết quả thu được của người này là đủ lớn, họ sẽ bác bỏ tính hiệu quả của thị trường. Nhưng vấn đề không phải là thị trường không hiệu quả mà đơn giản là người này đã sử dụng sai mô hình trạng thái cân bằng.

Trong một bài nghiên cứu nổi tiếng xuất bản năm 1992 đã làm rung chuyển giới tài chính học thuật, Eugene Fama và Kenneth French tìm ra rằng, dựa vào những dữ liệu gần nhất (1963 - 1990), CAPM dường như không đúng nữa.²⁸ Nhắc lại, CAPM cho rằng chỉ có độ nhạy cảm của chứng khoán đối với rủi ro thị trường, đó là hệ số beta, mới được dùng để định giá. Không có bất kì thứ gì khác tác động lên tỷ suất sinh lợi kỳ vọng. Tuy nhiên, những tác giả này đã có thể kết luận rằng:

Trong ngắn hạn, những kiểm định của chúng tôi không hỗ trợ cho dự báo cơ bản nhất của ... mô hình CAPM, đó là tỷ suất sinh lợi trung bình của chứng khoán có tương quan dương với hệ số beta của thị trường.

Họ tiếp tục cho rằng sự kết hợp của quy mô và tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường của vốn cổ phần sẽ lý giải cho tỷ suất sinh lợi của chứng khoán trong mẫu của họ. Sau đó, họ tranh luận rằng:

Nếu tài sản được định giá hợp lý, các kết quả của chúng tôi hàm ý rằng rủi ro của chứng khoán là đa chiều. Một khía cạnh của rủi ro được đại diện bởi quy mô ... Một khía cạnh khác được đại diện bởi... tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường của vốn cổ phần thường.

Đây là điểm then chốt của vấn đề. Đặt vấn đề về thống kê qua một bên thì những bất thường hoặc là phản ánh sai lệch nào đó của nhà đầu tư hoặc là sự điều chỉnh rủi ro không phù hợp. Trong nghiên cứu tiếp theo, Fama và French đã chứng minh rằng, nếu xây dựng các danh mục đầu tư mô phỏng theo quy mô và tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường, thì cùng với tỷ suất sinh lợi thị trường vượt trội họ đã lý giải được sự dao động trong suất sinh lợi của chứng khoán. Trên cơ sở này, họ đề xuất (trang 452) rằng “quy mô và giá trị sổ sách trên giá trị thị trường của vốn cổ phần sẽ đại diện cho các nhân tố rủi ro trong tỷ suất sinh lợi của chứng khoán”. Kết quả của điều này chính là mô hình 3 nhân tố nổi tiếng của Fama-French.

MÔ HÌNH 3 NHÂN TỐ CỦA FAMA-FRENCH

Theo **mô hình 3 nhân tố của Fama-French (Fama-French three-factor model)**, tỷ suất sinh lợi vượt trội không chỉ được tính toán sau khi trừ đi rủi ro thị trường, mà còn sau khi điều chỉnh các nhân tố rủi ro liên quan tới quy mô và tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường của vốn cổ phần. Nếu một chứng khoán hoặc một danh mục đầu tư i nào đó không có tỷ suất sinh lợi vượt trội thì hệ số anpha (α^i) của nó trong phương trình hồi qui dưới đây sẽ bằng 0:

13.16

$$R_t^i - R_{f,t} = \alpha^i + \beta_1^i (R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_2^i SML_t + \beta_3^i HML_t + \varepsilon_t^i$$

Với tỷ suất sinh lợi của chứng khoán hay danh mục đầu tư i tại thời điểm t là R_t^i , lãi suất phi rủi ro tại t là $R_{f,t}$, tỷ suất sinh lợi thị trường tại t là $R_{m,t}$, nhân tố quy mô tại t là SML , nhân tố tỷ số giá trị sổ sách/thị trường là HML , và độ nhạy cảm của các nhân tố rủi ro lần lượt là β_1^i , β_2^i , β_3^i .²⁹

Đây là mô hình gây tranh cãi sôi nổi, với những lập luận rằng nó bao quát được một cách hợp lý những rủi ro đã biết, trong khi những người khác lại phản bác rằng nó mang tính sáng chế và chỉ là chuyển từ sai lệch

của nhà đầu tư sang các nhân tố rủi ro mà thôi.³⁰ Tranh cãi này mang tính kỹ thuật khá nhiều và chúng ta sẽ không giải quyết nó ở đây. Một vấn đề nảy sinh đó là nền tảng cho yếu tố rủi ro thứ 2 và thứ 3 của mô hình Fama-French. Fama và French đã đề xuất các khía cạnh khác nhau của cái gọi là “rủi ro kiệt quệ” đang được tính đến. Tuy nhiên, những chứng khoán kiệt quệ này không thể hiện thành quả xấu đáng kể trong những giai đoạn tồi tệ.³¹ Trong bất kỳ trường hợp nào, kể cả khi có người tin vào sự bất hợp lý hơn là sự hợp lý đúng đắn sau các nhân tố rủi ro cũng thường nhận thấy sự hữu dụng của mô hình 3 nhân tố Fama-French bởi vì nó là một kỹ thuật kiểm soát hữu ích trong việc định giá của các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Đây là chủ đề chúng ta sẽ quay lại trong Chương 19.

GIẢI THÍCH QUÁN TÍNH GIÁ

Mô hình 3 nhân tố của Fama-French không thể giải thích cho quán tính giá, một điểm mà cả Fama và French đều thừa nhận.³² Nhưng những lý giải khác cho quán tính giá dựa trên rủi ro đã được đề xuất. Ví dụ, một vài nghiên cứu liên kết quán tính giá với chu kỳ kinh doanh và tình trạng thị trường, tranh luận rằng các yếu tố kinh tế vĩ mô (không thể đa dạng hóa) giải thích cho phần lớn lợi nhuận đến từ quán tính giá.³³ Nếu thật sự chúng là đại diện của rủi ro, thì một sự điều chỉnh rủi ro phù hợp sẽ làm giảm đáng kể hiệu quả của việc giao dịch dựa trên những tỷ suất sinh lợi trước đó.³⁴

Một lập luận hợp lý khác gần đây cho quán tính giá thì cho rằng một mô hình CAPM đơn giản thay đổi theo thời gian với sự không chắc chắn của beta có thể giải thích cho quán tính giá.³⁵ Khi thị trường hoạt động tốt, những nhà đầu tư, sử dụng kiến thức Bayesian, sẽ sửa đổi theo hướng đi lên các hệ số beta của chứng khoán trải qua biến động tăng, và sửa đổi theo hướng đi xuống các hệ số này đối với những chứng khoán đã trải qua biến động giảm. Vì thế “lợi nhuận” từ quán tính giá theo sau đó có thể chủ yếu là rủi ro chưa được tính đến.

SAI LỆCH TẠM THỜI KHỎI TÍNH HIỆU QUẢ VÀ NHỮNG GIẢ THUYẾT CỦA THỊ TRƯỜNG THÍCH NGHI

Rất có thể thị trường là không hiệu quả một cách tạm thời, nhưng khi có một số lượng đủ lớn các nhà kinh doanh chênh lệch giá tìm được cách vốn hóa trên sự không hiệu quả đó thì việc định giá sai sẽ dần dần biến mất. Theo những lí lẽ này, như sẽ thảo luận trong Chương 19, có bằng chứng cho

thấy hiệu ứng các công ty nhỏ đã giảm xuống. Josef Lakonishok, Andrei Shleifer và Robert Vishny, năm 1994 đưa ra câu hỏi liệu lợi thế giá trị cuối cùng có biến mất hay không, đã viết rằng:³⁶

Có thể sự dịch chuyển gần đây vào các chiến lược đầu tư định lượng có kỷ luật, được đánh giá chỉ dựa trên thành quả và không dựa trên sự lựa chọn chứng khoán riêng lẻ, sẽ làm gia tăng nhu cầu đổi với chứng khoán giá trị và làm giảm vấn đề đại diện vốn thường dẫn đến việc lựa chọn chứng khoán tăng trưởng. Tuy nhiên, một thay đổi lớn như vậy thì hiếm khi xuất hiện chỉ sau một đêm. Chứng cứ qua các chuỗi thời gian và ở các quốc gia ủng hộ cho ý kiến rằng nhân tố về hành vi và mang tính tổ chức tồn tại đãng sau tỷ suất sinh lợi cao hơn đối với các chứng khoán giá trị là rất thuyết phục và là đặc tính lâu dài của thị trường vốn cổ phần.

Thật vậy, ngay sau khi những điều này được viết ra, trong một vài năm cổ phiếu tăng trưởng đã có thành quả tốt hơn đáng kể so với cổ phiếu giá trị – trước khi cổ phiếu giá trị có sự phục hồi mạnh mẽ vào đầu thiên niên kỷ này.³⁷ Thực tế là lợi thế giá trị dường như phần lớn dựa vào yếu tố hành vi, và ở khía cạnh này thì con người có thể thay đổi chậm chạp, điều này cho phép lập luận rằng lợi thế giá trị sẽ tiếp tục duy trì mạnh hơn (ví dụ, so với hiệu ứng công ty nhỏ, vốn không có bất kì giải thích thuộc về hành vi rõ ràng nào). Những vấn đề này sẽ được quay trở lại trong Chương 19.

Việc những bất thường tăng lên hay giảm xuống (thường kéo theo sự tái diễn) phù hợp với **giả thiết về các thị trường có khả năng thích ứng (adaptive markets hypothesis)** của Andrew Lo, gần đây ông đã đề xuất rằng tính chu kỳ được kỳ vọng trong một thế giới mà tại đó các thị trường sẽ phụ thuộc vào các áp lực phát triển.³⁸ Các cơ hội tồn tại do các tự nghiệm sai lầm và giới hạn của kinh doanh chênh lệch giá có thể biến mất do cùng với thời gian và với giả định về sự tồn tại của các áp lực cạnh tranh, bất kỳ tự nghiệm có tác dụng ngược nào cũng có thể thích ứng với thị trường hiện hành. Ngược lại, nếu một vài trong số những người khai thác các cơ hội rời bỏ thị trường, khả năng sinh lợi sẽ nhen nhóm trở lại do bản chất con người luôn xác nhận lại chính nó.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Xu hướng phản ứng trì hoãn sau các công bố thu nhập dường như bị chi phối bởi hiệu ứng neo trong một số các nhà đầu tư và phân tích.

2. Phân bù giá trị có thể là do cả các yếu tố hành vi và các yếu tố liên quan đến vấn đề đại diện trong các tổ chức.
3. Một số mô hình mang tính lý thuyết được thiết lập để giải thích cho quán tính giá và sự đảo ngược.
4. Mô hình DHS giải thích sự đảo ngược sử dụng tâm lý quá tự tin; mô hình GH giải thích quán tính giá bằng thuyết triển vọng, tính toán bất hợp lý, hiệu ứng ngược vị thế; và mô hình BSV thì lý giải cả cho quán tính giá lẫn sự đảo ngược dựa trên hiệu ứng neo và lệch lạc tình huống điển hình.
5. Hầu hết các chứng cứ thực nghiệm đều phù hợp với các hàm ý của những mô hình này.
6. Một quan điểm khác cho rằng rủi ro đã được tính toán không đúng trong các nghiên cứu nhận dạng những bất thường này, và một cách thức điều chỉnh rủi ro phù hợp sẽ khiến những bất thường này đơn thuần chỉ là phân bù rủi ro.
7. Mô hình 3 nhân tố Fama-French xem giá trị và quy mô vốn hóa nhỏ là các nhân tố rủi ro ngoài rủi ro thị trường
8. Theo mô hình Fama-French, giá trị là một nhân tố rủi ro, không phải là một bất thường. Một vài người đặt ra câu hỏi liệu độ nhạy cảm lớn hơn đối với nhân tố giá trị có thực sự đưa đến rủi ro tăng thêm hay không.
9. Quán tính giá không được lý giải một cách đáng tin cậy bằng bất kỳ kỹ thuật điều chỉnh rủi ro nào.

CÂU HỎI THẢO LUẬN

1. Phân biệt những thuật ngữ/khái niệm sau:
 - a. Quán tính giá và sự đảo ngược
 - b. Các kịch bản quay trở lại giá trị trung bình và kịch bản tiếp diễn trong mô hình BSV
 - c. Nhân tố quy mô và nhân tố giá trị sổ sách trên giá thị trường
- d. Các giải thích dựa trên rủi ro và hành vi (đối với các bất thường)
2. Xét mô hình BSV, giải thích bằng trực giác (không mang tính kỹ thuật) tại sao hai thay đổi cùng chiều liên tiếp trong thu nhập lại làm cho các nhà đầu tư ít có khả năng nghĩ rằng họ đang trong chế độ 1 (quay trở lại giá trị trung bình) hơn

so với trường hợp hai thay đổi trong thu nhập là theo hai hướng khác nhau.

3. Trong chương nêu ví dụ về mô hình DHS, một trong hai trường hợp thậm chí các nhà đầu tư lý trí cũng phản ứng thái quá. Điều này hàm ý rằng phản ứng thái quá cũng có phần hợp lý. Nhận xét.
4. Tiếp tục sử dụng mô hình

DHS, giả định $\theta = 1$, $\sigma_\theta^2 = 1$, $\sigma_\varepsilon^2 = 2$, $\sigma_C^2 = 1$ và $s_1 = 2$. Mô tả và nhận xét về xu hướng của mức giá khi các nhà đầu tư quá tự tin quyết định mức giá, so sánh với xu hướng hợp lý của mức giá.

5. Quán tính giá là một bất thường khiến cho những người tán thành thị trường hiệu quả gặp nhiều vấn đề nhất. Giải thích.

CHÚ THÍCH

1. Abarbanell, J. S., và V. L. Bernard, 1992, "Tests of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior", *Journal of Finance* 47, 1181-1207.
2. Battalio, R. H, và R. R. Mendenhall, 2005, "Earnings expectations, investor trade size, and anomalous returns around earnings announcements", *Journal of Financial Economics* 77, 289-319.
3. Chan, L. K. C., J. Karceski, và J. Lakonishok, 2003, "The level and persistence of growth rates", *Journal of Finance* 58, 643-684.
4. Như trên.
5. Như trên.
6. Vào ngày 15/08/2000, Ủy ban chứng khoán Mỹ (SEC) thông qua Regulation FD đối với những công bố thông tin có chọn lọc của các công ty giao dịch đại chúng và những công ty phát hành khác. Regulation FD quy định rằng khi công ty phát hành công bố thông tin riêng cho một số cá nhân hoặc thực thể nào đó (ví dụ các chuyên gia về thị trường chứng khoán, như là chuyên gia phân tích chứng khoán, hay những người nắm giữ chứng khoán của công ty phát hành, những người có thể giao dịch có lợi trên cơ sở những thông tin này), thì công ty phát hành phải công khai điều này. Theo đó, luật lệ mới này nhằm mục đích thúc đẩy công bố thông tin đầy đủ và minh bạch.
7. Lim, T., 2001, "Rationality and analysts' forecast bias", *Journal of Finance* 56, 369-385.

8. Chen, Q., và W. Jiang, 2006, "Analysts' weighting of private and public information", *Review of Financial Studies* 19, 319-355.
9. Lakonishok, J., A. Shleifer, và R. Vishny, 1994, "Contrarian investment, extrapolation and risk", *Journal of Finance* 49, 1541-1578.
10. Liên quan tới điều này là tác động tích cực được tạo ra bởi các công ty tăng trưởng thành công đã được thảo luận trong Chương 10. Xem MacGregor, D. G., P. Slovic, D. Dreman, và M. Berry, 2000, "Imagery, affect, and financial judgment", *Journal of Psychology and Financial Markets* 1(2), 104-110.
11. Lakonishok, J., A. Shleifer, và R. Vishny, 1992, "The structure and performance of the money management industry", *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics* 339-391; và Del Guercio, D., 1996, "The distorting effects of the prudent-man laws on institutional equity investments", *Journal of Financial Economics* 40, 31-62.
12. LaPorta, R., 1996, "Expectations and the cross-section of stock returns", *Journal of Finance* 51, 1715-1742.
13. LaPorta, R., J. Lakonishok, A. Shleifer, và R. Vishny, 1997, "Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency", *Journal of Finance* 52, 859-874.
14. Rozeff, M. S., và M. A. Zaman, 1998, "Overreaction and insider trading: Evidence from growth and value portfolios", *Journal of Finance* 53, 701-716.
15. Xem Shleifer, A., và R. Vishny, 1997, "The limits of arbitrage", *Journal of Finance* 52, 35-55.
16. Ali, A., L. S. Hwang, và M. A. Trombley, 2003, "Arbitrage risk and the book-to-market anomaly", *Journal of Financial Economics* 69, 355-373.
17. Daniel, K., D. Hirshleifer, và A. Subrahmanyam, 1998, "Investor psychology and security market under- and overreactions", *Journal of Finance* 53, 1839-1885.
18. Grinblatt, M., và B. Han, 2004, "Prospect theory, mental accounting and momentum", *Journal of Financial Economics* 78, 311-339.
19. Barberis, N., A. Shleifer, và R. Vishny, 1998, "A model of investor sentiment", *Journal of Financial Economics* 49, 307-344.
20. Trong cùng bài nghiên cứu, Daniel, Hirshleifer và Subrahmanyam đã mở rộng mô hình của mình bằng cách đưa thêm vào lệc lạc tự quy kết. Điều này tạo ra quán tính

- giá bên cạnh sự đảo ngược. Mô hình trình bày ở đây là phiên bản rút gọn lại từ mô hình đơn giản của họ (không có lệc lạc tự quy kết).
21. Cũng cần thiết phải giả định là có giới hạn trong kinh doanh chênh lệch giá.
 22. Trong trạng thái ổn định, tỷ suất sinh lợi kỳ vọng bằng 0.
 23. Cách diễn đạt này xuất hiện trong Haugen, R. A., 1999, *The New Finance: The Case against Efficient Markets*, 2nd ed. (Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey).
 24. Xem Chan, L. K. C., J. Karceski, và J. Lakonishok, 2003, "The level and persistence of growth rates", *Journal of Finance* 58, 643-684.
 25. Các tác giả nhận biết được những giới hạn nhất định trong mô phỏng của mình. Ví dụ, để dễ xử lý, thu nhập và giá có thể âm (nhưng chỉ cho phép một khoảng trong đó không thể xảy ra điều này).
 26. Xem Conrad, J., M. Cooper, và G. Kaul, 2003, "Value vs. glamour", *Journal of Finance* 58, 1969-1996, họ đã cố gắng định lượng tác động tiềm ẩn của việc đào bới dữ liệu.
 27. Xem Kothari, S. P., J. Shanken, và R. G. Sloan, 1995, "Another look at the cross-section of expected stock returns", *Journal of Finance* 50, 157-184; Chan, L. K. C., N. Jegadeesh và J. Lakonishok, 1995, "Evaluating the performance of value vs. glamour stocks: The impact of selection bias", *Journal of Financial Economics* 38, 269-296; Conrad, J., và G. Kaul, 1993, "Long-term market overreaction or biases in computed returns?", *Journal of Finance* 48, 39-63; Conrad, J., và G. Kaul, 1998, "An anatomy of trading strategies", *Review of Financial Studies* 11, 489-519; Jegadeesh, N., và S. Titman, 2002, "Cross-sectional and time-series determinants of momentum returns", *Review of Financial Studies* 15, 143-157.
 28. Fama, E. F., và K. R. French, 1992, "The cross-section of expected stock returns", *Journal of Finance* 47(2), tháng 6, 427-465.
 29. Xem Fama, E. F., và K. R. French, 1993, "Common risk factors in the returns on stocks and bond", *Journal of Financial Economics* 33, 3-56; Fama, E. F., và K. R. French, 1996, "Multifactor explanations of asset pricing anomalies", *Journal of Finance* 51, 55-84.
 30. Để biết thêm về tranh luận, xem Chapter 1, Shleifer, A., 2000, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (Clarendon Lectures in Economics - Oxford University Press, Oxford, U.K.); và Brav, A., J. B. Heaton, và A. Rosenberg, 2004, "The rational-

- behavioral debate in financial economics”, *Journal of Economic Methodology* 11, 393-409.
31. Xem Lakonishok, J., A. Shleifer, và R. Vishny, 1994, “Contrarian investment, extrapolation risk”, *Journal of Finance* 49, 1541-1578; và Chan, K. C., và N. Chen, 1991, “Structural and return characteristics of small and large firms”, *Journal of Finance* 46, 1467-1484.
32. Chú ý rằng nhiều nghiên cứu về quán tính giá sử dụng mô hình ba nhân tố làm mô hình điều chỉnh rủi ro và không có tác động đáng kể đối với các kết quả. Xem Cooper, M., Jr., R. C. Gutierrez, và A. Hameed, 2004, “Market states and momentum”, *Journal of Finance* 59, 1345-1365. Mặc dù không có bất kỳ ủng hộ thực sự nào cho việc xem xét quán tính giá là một nhân tố rủi ro, chúng ta có thể đưa quán tính giá vào làm nhân tố thứ tư, như trong Carhart, M. M., 1997, “On persistence in mutual fund performance”, *Journal of Finance* 52, 57-82.
33. Chordia, T., và L. Shivakumar, 2002, “Momentum, business cycle, and time-varying expected returns”, *Journal of Finance* 57, 985-1020.
34. Mặc dù vậy, Cooper, M., Jr., R. C. Gutierrez, và A. Hameed, 2004, “Market states and momentum”, *Journal of Finance* 59, 1345-1365, phản bác rằng các kết quả của Chordia và Shivakumar không vững trước các phương pháp sàng lọc thông thường khi kiểm soát cả những lệch lạc do cấu trúc vi mô gây ra. Cooper, Gutierrez, và Hameed cũng chỉ ra rằng lợi nhuận từ quán tính giá tồn tại ngoại trừ sau khi thị trường tăng điểm. Họ lập luận rằng phát hiện này nhất quán với mô hình của Daniel, K., D. Hirshleifer, và A. Subrahmanyam, 1998, “Investor psychology and security market under- and overreactions”, *Journal of Finance* 53, 1839-1885, bởi vì tâm lý quá tự tin có tương quan dương với thành quả thị trường. Xem Statman, M., S. Thorley, và K. Vorkink, 2006, “Investor overconfidence and trading volume”, *Review of Financial Studies* 19, 1531-1565; và Deaves, R., E. Luders, và M. Schroder, 2008, “The dynamics of overconfidence: Evidence from stock market forecasters”, Working paper.
35. Wang, K. Q., 2005, “Why does the CAPM fail to explain momentum?”, Working paper.
36. Lakonishok, J., A. Shleifer, và R. Vishny, 1994, “Contrarian investment, extrapolation risk”, *Journal of Finance* 49, 1541-1578.

37. Chan, L. K. C., và J. Lakonishok, 2004, “Value and growth investing: A review and update”, *Financial Analysts Journal* 60 (Tháng 1/tháng 2), 71 (16 trang).
38. Xem Lo, A. W., 2004, “The adaptive markets hypothesis: Market efficiency from an evolutionary perspective”, Working paper; và Lo, A. W., 2005, “Reconciling efficient markets with behavioral finance: The adaptive markets hypothesis”, Working paper.

CÁC YẾU TỐ HÀNH VI CÓ GIẢI THÍCH ĐƯỢC CHO CÁC CÂU ĐỐ TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

CHƯƠNG

14

14.1 GIỚI THIỆU

Trong chương trước, chúng ta lập luận rằng việc xem xét đến các yếu tố hành vi có thể đóng góp thêm vào nhận thức đối với các hiện tượng bất thường nào đó trong việc định giá các chứng khoán riêng lẻ. Ở đây chúng ta sử dụng phương pháp tiếp cận chéo (hay chứng khoán riêng lẻ). Nếu chúng ta tổng hợp giá trị thị trường của tất cả các chứng khoán trên thị trường, chúng ta sẽ có giá trị của toàn bộ thị trường chứng khoán. Điều này chỉ ra rằng, chỉ cần có các bất thường ở từng chứng khoán riêng lẻ, thì cũng sẽ có những câu đố trên thị trường tổng thể. Trong chương này, chúng ta xem xét liệu các yếu tố hành vi có giúp chúng ta giải thích cho các câu đố này hay không.

Trọng tâm là ba câu đố: phần bù vốn cổ phần, hiện tượng bong bóng, và sự biến động quá mức. Chúng ta bắt đầu từ phần 14.2 với câu đố về phần bù vốn cổ phần, với việc quan sát thấy rằng tuy vốn cổ phần rủi ro hơn so với chứng khoán có thu nhập cố định và vì vậy phải có tỷ suất sinh lợi trung bình cao hơn để bù đắp cho rủi ro tăng thêm, nhưng rõ ràng là chênh lệch trong quá khứ giữa tỷ suất sinh lợi cổ phần và trái phiếu cao một cách không hợp lý so với quan điểm của thuyết hữu dụng kỳ vọng. Tiếp đến, chúng ta chuyển sang việc định giá cao và hiện tượng bong bóng, bắt đầu ở phần 14.3 với hai hiện tượng định giá cao nổi tiếng, cơn sốt hoa tulip, xuất hiện ở Châu Âu vào 400 năm trước, và bong bóng công nghệ/Internet xuất hiện trên thị trường chứng khoán toàn cầu vào cuối những năm 1990. Tập trung vào nước Mỹ, tuy toàn bộ thị trường chứng khoán có thể chêch xa khỏi giá trị được định dựa trên các yếu tố kinh tế cơ bản, nhưng hầu hết việc định giá cao đều tập trung vào chứng khoán

các công ty công nghệ và Internet. Một vấn đề khi nhìn vào dữ liệu thực tế đó là luôn luôn rất khó để khẳng định một cách dứt khoát rằng có một hiện tượng định giá cao đang diễn ra. Do khả năng kiểm soát chặt chẽ môi trường, các thị trường tài sản trong thí nghiệm, như được trình bày trong phần 14.4, cung cấp một hiểu biết sâu sắc về các điều kiện trong đó bong bóng giá tài sản được hình thành. Trong phần 14.5, chúng ta xem liệu tài chính hành vi có thể đóng góp thêm cho hiểu biết về các hiện tượng định giá cao, bao gồm cả bong bóng giá tài sản hay không. Cuối cùng, trong phần 14.6, chúng ta trở lại với câu đố giá thị trường của chứng khoán đường như có sự biến động quá mạnh. Điều này đã gây tranh cãi từ rất lâu, nhưng vào đầu năm 2009, nó thậm chí gây tiếng vang lớn hơn khi quan sát thấy mức độ biến động cao đến đáng ngạc nhiên cùng với sự sụt giảm ngoạn mục trong giá trị tài sản. Chương này kết luận ở phần 14.7 với một giải thích mang tính thăm dò cho các sự kiện khuấy động thị trường trong năm 2008.

14.2 CÂU ĐỐ PHẦN BÙ VỐN CỔ PHẦN PHẦN BÙ VỐN CỔ PHẦN

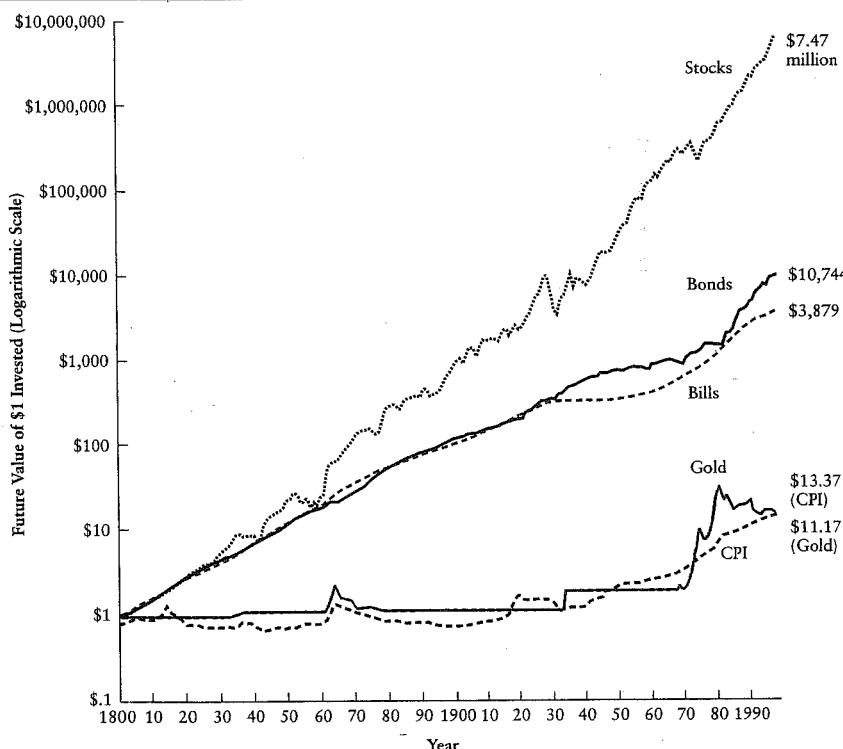
Nhiều nghiên cứu đã phân tích **câu đố phần bù vốn cổ phần (equity premium puzzle)**, được đưa ra bởi Rajnish Mahra và Edward Prescott.¹ Phần bù vốn cổ phần được định nghĩa là chênh lệch giữa tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của toàn bộ thị trường chứng khoán và tỷ suất sinh lợi của danh mục các chứng khoán có thu nhập cố định. Bởi vì không dễ để quan sát tỷ suất sinh lợi kỳ vọng, chúng ta ước lượng xấp xỉ phần bù vốn cổ phần bằng cách sử dụng tỷ suất sinh lợi trung bình trong quá khứ. Trên cơ sở này, phần bù vốn cổ phần có thể được tính toán bằng nhiều cách: phụ thuộc vào việc bạn sử dụng tỷ suất sinh lợi trung bình số học hay hình học, mẫu bạn sử dụng là gì, và bạn dùng gì để đại diện cho thị trường và thu nhập cố định.² Không có câu trả lời đúng, vì vậy sẽ rất hữu dụng nếu tính toán phần bù vốn cổ phần theo nhiều cách khác nhau.

Jeremy Seigel trong cuốn sách bán chạy nhất của mình: *Stocks for the Long Run*, đã cung cấp một cơ sở dữ liệu về phần bù vốn cổ phần.³ Điều tuyệt vời ở bộ dữ liệu của ông đó là nó tính theo tất cả mọi cách từ năm 1802. Tuy mẫu dữ liệu kết thúc vào năm 1997, nhưng với thời gian dài như vậy, nó vẫn khá hữu ích cho đến tận ngày hôm nay. Hình 14.1 đặt ra câu hỏi sau: Nếu bạn bắt đầu với \$1 đầu tư vào một loại tài sản cụ thể nào đó và để nó “tự sinh lời”, bạn (hay chính xác hơn là

người thừa kế của bạn) sẽ có được bao nhiêu vào năm 1997? Các loại tài sản được kiểm tra bao gồm cổ phiếu Mỹ, trái phiếu, tín phiếu kho bạc, và vàng. Đáng kinh ngạc, \$1 bạn đầu tư vào cổ phiếu sẽ vượt \$7 triệu - không hề tệ đối với một nhà đầu tư kiên nhẫn. Trái phiếu sẽ kiếm được hơn \$10,500 và tín phiếu kho bạc là hơn \$3,500. Dĩ nhiên, \$1 vào năm 1802 mua được nhiều thứ hơn bây giờ. Để cho mục đích tham chiếu, biểu đồ cũng sẽ thể hiện sự gia tăng trong giá (được đại diện bởi chỉ số giá tiêu dùng, hay CPI).

Để kiểm soát việc thay đổi trong giá, hình 14.2 đánh giá lại hình 14.1, nhưng bây giờ tất cả tỷ suất sinh lợi đều trên cơ sở thực (hay giá trị đôla không đổi). Các cổ phiếu bị thu hẹp lại một mức độ nào đó, nhưng \$1 đầu tư vẫn tăng hơn \$550,000, so với ít hơn \$1,000 đối với trái phiếu và tín phiếu, và (có lẽ thật ngạc nhiên) là con số nhỏ hơn \$1 đối với vàng.

Hình 14.1 Giá trị tương lai 1\$ đầu tư năm 1802 vào các loại tài sản khác nhau (danh nghĩa)



Nguồn: Siegel, J. J., "The Future Value of an 1802 Dollar Invested in Different Asset Classes", *Stocks for the Long Run* 2nd, 1998.

Trong bảng 14.1, chúng ta đổi mọi thứ sang tỷ suất sinh lợi (hằng năm) trung bình. Tỷ suất sinh lợi thực được thể hiện cả cho toàn bộ mẫu và cho ba kỳ xấp xỉ bằng nhau. Bắt đầu với cổ phiếu, tỷ suất sinh lợi trung bình của cổ phiếu khá ổn định. Sử dụng các thước đo trung bình hình học thận trọng hơn, tỷ suất sinh lợi trung bình dài hạn nằm trong khoảng 6.6% đến 7.2%. Các con số tương đương đối với trái phiếu và tín phiếu lần lượt là 2% - 4.8% và 0.6% - 5.1%. Nếu chúng ta lựa chọn phần bù vốn cổ phần thấp nhất của mẫu đầy đủ, con số là 3.5% (cổ phiếu so với trái phiếu sử dụng trung bình hình học). Đối với thời kỳ gần đây nhất, bắt đầu vào năm 1926, chênh lệch này là 5.2%.

Bảng 14.1 Tỷ suất sinh lợi trung bình thực (%) của cổ phiếu, trái phiếu và tín phiếu

	1802 – 1997	1802 – 1870	1871 – 1925	1926 – 1997
Cổ phiếu (Hình học)	7.0	7.0	6.6	7.2
Cổ phiếu (Số học)	8.5	8.3	7.9	9.2
Trái phiếu (Hình học)	3.5	4.8	3.7	2.0
Trái phiếu (Số học)	3.8	5.1	3.9	2.6
Tín phiếu (Hình học)	2.9	5.1	3.2	0.6
Tín phiếu (Số học)	3.1	5.4	3.3	0.7

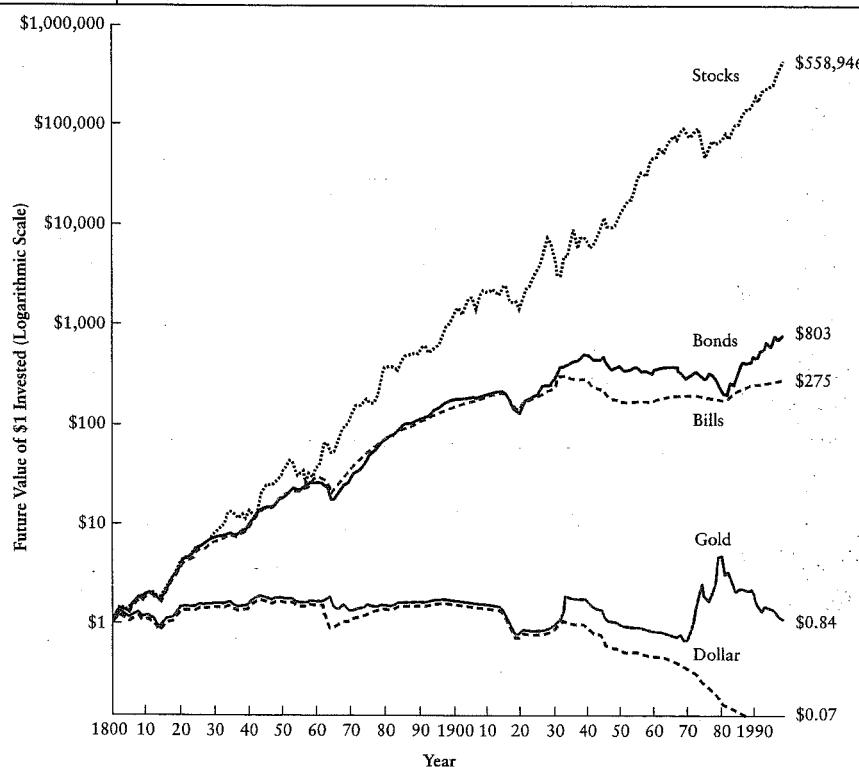
Nguồn: Siegel, J. J., "Average Real Returns (%) on Stocks, Bonds and Bills", *Stocks for the Long Run* 2nd, 1998.

TẠI SAO PHẦN BÙ VỐN CỔ PHẦN LẠI LÀ MỘT CÂU ĐỐ?

Phần bù vốn cổ phần có thực sự là một câu đố? Cổ phần so với tất cả thì rủi ro hơn, vì vậy chúng phải có tỷ suất sinh lợi cao hơn. Lý do mà câu đố tồn tại đó là, giả định áp dụng thuyết hữu dụng kỳ vọng, một mức độ e ngại rủi ro cao bất thường cũng phải được giả định nhằm hợp lý hóa các con số này. Điều này có thể được nhìn nhận theo nhiều cách. Đầu tiên, Mehra và Prescott lập luận rằng một mức độ e ngại rủi ro hợp lý sẽ dẫn đến một phần bù vốn cổ phần là 0.1%. Thứ hai, nhớ lại trong Chương 1, phần thảo luận về hàm hữu dụng và một lần nữa sử dụng hàm logarit thông dụng, **hệ số hồi quy của mức độ e ngại rủi ro tương đối (coefficient of relative risk aversion)**, một thước đo sự không ưa thích đối với rủi ro là 1.⁴

Những con số cao hơn ngũ ý một sự e ngại rủi ro nhiều hơn. Hệ số hồi quy của sự e ngại rủi ro cần để chứng minh cho phần bù vốn cổ phần quan sát được phải là con số cực kỳ lớn 30 mới giải thích được cho tỷ suất sinh lợi quan sát được! Thứ ba, nhớ lại triển vọng và sự tương đương chắc chắn, xem xét triển vọng sau: $P_1(0.5, \$50,000, \$100,000)$. Triển vọng tương đương chắc chắn nào, $\$x$, sẽ khiến một người bằng quan giữa P_1 và số tiền này? Đối với một người có hệ số e ngại rủi ro tương đối là 30, $\$x$ sẽ phải là $\$51,209$.⁵ Con người dường như không thể e ngại rủi ro đến mức đó.

Hình 14.2 Giá trị tương lai 1\$ đầu tư năm 1802 vào các loại tài sản khác nhau (thực)



Nguồn: Siegel, J. J., "The Future Value of an 1802 Dollar Invested in Different Asset Classes", *Stocks for the Long Run 2nd*, 1998.

ĐIỀU GÌ CÓ THỂ GIẢI THÍCH CHO CÂU ĐỐ NÀY?

Có rất nhiều tranh luận khi giải thích cho phần bù vốn cổ phần quan sát được. Một vài lý giải dựa trên sự hợp lý, và một vài lý giải tiếp cận theo hướng hành vi. Một ví dụ cho những giải thích dựa trên sự hợp lý, đó là

lệch lạc tồn tại (survivorship bias) có thể đóng góp thêm cho hiểu biết về câu đố này.⁶ Để đánh giá giải thích này, xem xét một ví dụ trong thể thao sau. Trong một giải thi đấu gôn, thông thường một nhóm tay gôn sẽ đánh hai vòng. Tất cả các tay gôn trong nhóm có số gậy tích lũy thấp nhất (bằng một số lượng các tay gôn được xác định trước) tiếp tục chơi vòng ba và vòng bốn.⁷ Tay gôn còn lại với tổng gậy qua bốn vòng thấp nhất sẽ thắng giải. Có một nhà thống kê đi cùng và muốn ước lượng thành tích trung bình của tất cả các tay gôn. Nhà thống kê có mặt đến cuối giải và tính toán điểm số trung bình mỗi vòng đấu của tất cả các tay gôn còn lại. Rõ ràng là điều này sẽ bị sai lệch theo hướng đi xuống. Để giải thích, chúng ta tiến hành thí nghiệm đơn giản sau. Chúng ta tạo ra một giải đấu có tính giả thuyết với 100 tay gôn, sử dụng các giả định là tất cả các tay gôn có kỹ năng ngang nhau và có sự độc lập giữa các vòng đấu. Giả định thứ hai là tương đương với việc không tồn tại hiệu ứng ghi điểm liên tục (hot hand effect). Giả định một giá trị trung bình theo phân phối là 71 và độ lệch chuẩn là 3. Và rồi, sau hai vòng đấu, chúng ta lấy ra một nửa số tay gôn đứng đầu và để họ tiếp tục chơi hai vòng còn lại. Các tay gôn còn lại không đạt yêu cầu. Điểm trung bình mỗi vòng đối với các tay gôn còn lại là 70.1 – thấp hơn khoảng một cú đánh so với giá trị trung bình. Ngược lại, số điểm trung bình qua hai vòng đấu đầu tiên đối với 100 tay gôn là 70.9 – rất gần so với giá trị trung bình theo phân phối. Một nhà nghiên cứu sẽ không muốn mắc sai lầm khi chỉ nhìn vào những người chiến thắng.

Trong bối cảnh câu đố phần bù vốn cổ phần, Stephen Brown, William Goetzmann và Stephen Ross nhìn vào thành quả trong quá khứ của các thị trường chứng khoán quốc gia trên khắp thế giới.⁸ Vào đầu thế kỷ XX, có 36 thị trường chứng khoán của các quốc gia tồn tại. Hơn một nửa trong số này, do chiến tranh hoặc quốc hữu hóa, đã phải chịu đựng ít nhất là một lần gián đoạn lớn trong giao dịch. Những sự kiện này thường dẫn đến những thua lỗ rất lớn đối với các nhà đầu tư. Nhưng nếu chúng ta chỉ nhìn vào xấp xỉ một nửa các thị trường quốc gia có lịch sử giao dịch liên tục, ví dụ trong giải gôn rõ ràng cho thấy tỷ suất sinh lợi thị trường trung bình sẽ bị sai lệch theo xu hướng đi lên do lệch lạc tồn tại.

Về khía cạnh hành vi, có hai giải thích chính. Một dựa trên tâm lý e ngại sự mơ hồ. Câu đố phần bù vốn cổ phần hàm ý rằng việc đòi hỏi tâm lý e ngại rủi ro đơn giản là quá cao đến mức khó tin. Nhưng điều gì sẽ xảy ra nếu con người vừa e ngại rủi ro lẫn sự mơ hồ? Một cách tự nhiên, các nhà đầu tư không chỉ không biêt tính ngẫu nhiên của phân phối tỷ suất sinh lợi mà còn không biêt bản thân các tham số của phân phối là gì.

Điều này nhất quán với bằng chứng khảo sát cho thấy một sự bất đồng lớn đối với phần bù vốn cổ phần tiên nghiệm, điều này có nghĩa là chúng ta không biết giá trị trung bình của phân phối tỷ suất sinh lợi.⁹ Dưới những điều kiện này, “sự e ngại rủi ro có hiệu lực” gia tăng.¹⁰ Giả định một giá trị hợp lý đối với tâm lý e ngại rủi ro và sự mơ hồ (hay tâm lý e ngại sự không chắc chắn), một phần bù vốn cổ phần vào khoảng 5% được coi là khá hợp lý.

Một giải thích về hành vi thứ hai đối với câu đố phần bù vốn cổ phần, được đề xuất bởi Shlomo Benartzi và Richard Thaler, được dựa trên sự e ngại thua lỗ và tính toán bất hợp lý.¹¹ Nhớ lại rằng những người e ngại thua lỗ thường cảm thấy thua lỗ nhiều hơn có lời với cùng một giá trị tuyệt đối như nhau. Hàm tỷ trọng hai phần được mô tả trong Chương 3 là hàm giá trị của lý thuyết triển vọng nổi tiếng. Nó được mô phỏng lại ở đây, trong đó v là giá trị và z là thay đổi trong giá trị tài sản:

$$14.1 \quad v(z) = \begin{cases} z^\alpha & 0 < \alpha < 1 \\ -\lambda(-z)^\beta & \lambda > 1, 0 < \beta < 1 \end{cases} \quad \begin{array}{ll} \text{nếu } z \geq 0 \\ \text{nếu } z < 0 \end{array}$$

Hàm số này thể hiện tâm lý e ngại rủi ro trong miền dương ($0 < \alpha < 1$), tâm lý tìm kiếm rủi ro trong miền âm ($0 < \beta < 1$) và e ngại thua lỗ ($\lambda > 1$). Tuy nhiên, tất cả những gì chúng ta cần cho mục đích hiện tại là tâm lý e ngại thua lỗ, vì vậy, nếu chúng ta cho $\alpha = \beta = 1$, chúng ta có hàm tuyến tính “gấp khúc” như sau:

$$14.1 \quad v(w) = \begin{cases} z & \text{nếu } z \geq 0 \\ \lambda z & \lambda > 1 \\ & \text{nếu } z < 0 \end{cases}$$

Hàm số này cho rằng con người bàng quan với rủi ro một khi họ rời xa khỏi điểm tham chiếu. Trong công thức dưới đây, chúng ta sẽ giả định $\lambda = 2.5$.¹² Một phức tạp khác của lý thuyết triển vọng là hàm tỷ trọng, nhưng một lần nữa chúng ta có thể giữ cho vấn đề đơn giản và giả định rằng, giống như trong hưu dụng kỳ vọng, tỷ trọng và xác suất là tương đương.

Tính toán bất hợp lý cũng được giả định. Nhớ lại rằng tính toán bất hợp lý liên quan đến việc chia tách các thông tin thành những phần dễ quản lý hơn. Khái niệm này rất quan trọng bởi vì việc con người tổng hợp thông tin như thế nào sẽ có tác động lên việc thông tin được đánh giá ra sao. Khi con người nắm giữ các danh mục, một cách tự nhiên là trong một khoảng thời gian họ không kiểm soát mọi thứ quá cẩn thận. Điều này có nghĩa là họ không chú ý quá nhiều đến lỗ hay lời chính xác. Vì lý do này,

những thay đổi trong giá trị thị trường ngắn hạn được tích hợp một cách hiệu quả. Tuy nhiên, định kỳ, họ sẽ nhìn vào danh mục một cách cẩn thận hơn. Họ sẽ chú ý xem liệu họ đang lời hay lỗ. Tại điểm này, theo cách nói của tính toán bất hợp lý, họ sẽ “nghi nhận các khoản lỗ”. Với việc làm này, họ đang tách quá khứ ra khỏi tương lai. Bởi vì con người không thích thua lỗ, trước đó họ có thể né tránh những hoạt động đầu tư có xác suất cao không mong đợi sẽ bị lỗ khi họ đánh giá danh mục.

Xem xét triển vọng sau: $P2(0.5, \$200, -\$100)$. Một người với hàm giá trị trước đó sẽ chấp nhận triển vọng này hay không làm gì? Hãy nghĩ triển vọng này như một cơ hội đầu tư ở đó một người có thể kiếm được \$200 hoặc mất \$100. Nói cách khác, chú ý rằng lợi nhuận kỳ vọng là \$50, vậy rủi ro của việc đầu tư này có xứng đáng với lợi nhuận tiềm năng? Trên cơ sở chỉ xảy ra một lần duy nhất, câu trả lời là không, bởi vì như trong ví dụ này, giá trị của triển vọng này là 0:

14.3

$$V(P2) = 0.5(200) + 0.5(2.5(-100)) = -25$$

Điều gì sẽ xảy ra nếu triển vọng này xảy ra 2 lần trước khi nhà đầu tư chú ý kỹ lưỡng đến kết quả? Nói cách khác, cô ấy tích hợp 2 triển vọng trước khi chú ý vào kết quả, tại điểm này sự cô lập sẽ xảy ra. Trong trường hợp này, nhà đầu tư này sẽ chọn hai trong số những trò chơi này. Kết quả có thể sau hai trò chơi là \$400 với xác suất là 25%, \$100 với xác suất là 50%, và -\$200 với xác suất là 25%. Đầu tiên chú ý rằng hai lần thử P2 dẫn đến $P3(0.25, 0.5; \$400, \$100, -\$200)$. Chúng ta mở rộng ký hiệu của triển vọng trước, hai con số đầu tiên là xác suất có liên quan đến hai kết quả đầu tiên (bên phải dấu chấm phẩy), trong khi xác suất còn lại sẽ liên quan đến kết quả thứ ba. Giá trị của P3 là:

14.4

$$V(P3) = 0.25(400) + 0.5(100) + 0.25(2.5(-200)) = 25$$

Chú ý rằng bây giờ một sự thua lỗ chỉ có một nửa cơ hội xuất hiện (25% so với 50%). Tuy cá nhân này vẫn e ngại thua lỗ, bây giờ cô ấy sẽ sẵn sàng chấp nhận rủi ro của việc đầu tư miễn là cô ấy đánh giá kết quả của hai triển vọng một lần. Điều này tương đương với việc nhìn vào danh mục của mình sau mỗi hai thời kỳ.

Trở lại với câu đố phần bù vốn cổ phần, Benartzi và Thaler lập luận rằng mức độ phần bù vốn cổ phần quan sát được đến từ việc con người e ngại thua lỗ và đánh giá giá trị tài sản của họ một cách khá thường xuyên. Thường xuyên như thế nào? Câu trả lời nằm trong khoảng một

năm, là khoảng thời gian mà nhiều người thường xem xét cẩn thận lại danh mục của họ. Hầu hết mọi người đang đầu tư cho dài hạn, cho việc nghỉ hưu. Điều này hàm ý rằng thua lỗ chỉ thực sự là thua lỗ nếu chúng tồn tại đến cuối kỳ đầu tư (mà hầu hết là dài hạn), nhưng các nhà đầu tư không thể chịu đựng được mà sẽ nhìn vào danh mục của họ trước lúc kết thúc kỳ đầu tư và họ ghét nhìn thấy sự thua lỗ. Về cơ bản, họ không sẵn sàng chấp nhận tính biến thiên của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trong ngắn hạn thậm chí nếu tính biến thiên này không tác động đến họ trong dài hạn. Hành vi dưới mức tối ưu này được gọi là **tâm lý e ngại rủi ro trước mắt (myopic loss aversion)**. Mặc dù Benartzi và Thaler không thể chứng minh rằng tâm lý e ngại rủi ro trước mắt giải thích được cho phần bù vốn cổ phần, nhưng có bằng chứng cho thấy con người phụ thuộc vào nó. Ví dụ, bằng chứng gần đây ngụ ý rằng những nhà giao dịch chuyên nghiệp tại Chicago Board of Trade cho thấy tín hiệu của tâm lý e ngại rủi ro trước mắt – với mức độ thậm chí lớn hơn cả sinh viên!¹³

14.3 HIỆN TƯỢNG BONG BÓNG TRONG THẾ GIỚI THỰC

Việc định giá cổ phiếu đôi khi dường như tách biệt hoàn toàn với các thành quả dự báo hoặc quan sát được của công ty. Trong Chương 12, chúng ta thảo luận sự phá sản của Enron trong phạm vi tác động của những áp lực xã hội, đặc biệt là hội đồng quản trị công ty và các nhà phân tích tài chính. Những nhà đầu tư, thông qua mức giá cao mà họ sẵn sàng trả cho công ty, cũng đóng một vai trò trong sự kiện này. Enron chắc chắn không phải là doanh nghiệp duy nhất được định giá cao trong suốt những năm 1990. Chỉ số Nasdaq Composite Index, có tỷ trọng lớn các công ty công nghệ, đóng cửa ở mức 2,406 điểm vào ngày 10/03/1999.¹⁴ Một năm sau, vào ngày 10/03/2000, chỉ số này đã tăng lên gấp đôi, đạt đỉnh 5,048.62 điểm. Sự sụt giảm dốc đứng trong giá theo sau đó, với việc chỉ số này chạm đáy 1,114.11 vào ngày 9/10/2002. Kể từ lúc đó, chỉ số này đã có vài thời kỳ tăng, nhưng vẫn chưa vượt qua mức 3000. Hầu hết những nhà quan sát trung lập đều đồng ý rằng nhiều cổ phiếu công nghệ/Internet đã được định giá quá cao vào đầu năm 2000. Nếu thế, tại sao thị trường lại có thể phạm một sai lầm lớn đến vậy?

CƠN SỐT HOA TULIP

Bong bóng công nghệ/Internet chắc chắn không phải là bong bóng giá cả đầu tiên từng được quan sát thấy. Một **bong bóng** (*bubble*) (hay bong bóng đầu cơ) xảy ra khi mức giá cao dường như được tạo ra bởi sự hào hứng của nhà giao dịch thay vì giá trị kinh tế cơ bản. Chú ý rằng một bong bóng phải được xác định hậu nghiệm – tại điểm mà bong bóng nổ tung và giá cả điều chỉnh đi xuống, đôi khi là rất nhanh. Thú vị là, sự nhận thức muộn màng thường góp phần vào đây. Nhiều nhà đầu tư có thể nói rằng họ đã biết về nó, nhưng rồi tại sao họ vẫn tham gia vào, và trong vài trường hợp, thậm chí còn mất rất nhiều tiền?

Mức giá cực kỳ cao dường như kỳ lạ đối với những lý giải hợp lý, tuy nhiên lại tồn tại lặp đi lặp lại nhiều lần trong lịch sử. Một trong những ví dụ đáng kể nhất là đó là bong bóng hoa tulip, hay cơn sốt hoa tulip, vào những năm 1630. Hoa tulip xuất hiện lần đầu tiên ở Tây Âu vào thế kỷ XVI.¹⁵ Đầu tiên là tầng lớp giàu có, rồi sau đó là đến tầng lớp trung lưu, trở nên khao khát hoa tulip, và chẳng mấy chốc những củ hoa tulip hiếm được trả với mức giá rất cao. Nhu cầu hoa tulip dường như leo thang mỗi năm, đặc biệt là ở Hà Lan và Đức. Cho đến trước những năm 1630, thị trường hoa tulip mọc lên ở vô số các thành phố với một mục đích duy nhất là giao dịch hoa tulip. Đánh cược và đầu cơ dường như xuất hiện, và nhiều gia tài đã được gầy dựng nên và rồi mất đi. Những câu chuyện đáng ngạc nhiên về những hàng hóa mà người ta sẵn sàng dùng để giao dịch lấy hoa tulip đã được ghi nhận. Ví dụ, một người giao dịch mọi thứ trong danh sách dưới đây chỉ để đổi lấy một củ hoa tulip hiếm:¹⁶

Bốn tấn lúa mì ¹⁷	448
Tám tấn lúa mạch đen	558
Bốn con bò đực lớn	480
Tám con heo lớn	240
12 con cừu lớn	120
2 thùng rượu lớn	70
4 thùng bia ¹⁸	32
2 thùng bơ	192
450 kg phô mai	120
1 cái giường hoàn chỉnh	100

1 bộ quần áo	80
1 cái ly bằng bạc	60
Tổng cộng	2,500 florin

Chú ý rằng giá trị mỗi món trên được quy ra florin, đơn vị tiền tệ của Hà Lan trước năm 2002, khi đồng euro trở thành đồng tiền chính thức.

Khối lượng hàng hóa này giống như một món tiền khổng lồ chỉ để giao dịch đổi lấy một củ hoa tulip. Vậy cơn sốt hoa tulip có phải là một bong bóng đầu cơ? Phân tích chi tiết, hầu hết mọi người đều đồng ý rằng mọi người đã hành động một cách thiếu lý trí. Họ đang nghĩ gì? Có thể chúng ta sẽ không biết chắc chắn, nhưng một lý giải phổ biến đó là mọi người mua hoa tulip bởi vì họ tin rằng những người khác thậm chí sẽ trả cao hơn. Theo lý thuyết kẻ ngốc hơn (*greater fool theory*), bạn mua một tài sản mà bạn nhận biết được nó đang bị định giá cao là bởi vì bạn nghĩ rằng sẽ có một kẻ ngốc trả nhiều hơn nữa – có thể bạn không khôn ngoan, nhưng ở đâu đó sẽ có một “kẻ ngốc hơn”. Vì vậy, bạn có thể thực sự biết củ hoa tulip không bao giờ đáng giá khoảng 2,500 florin, nhưng bạn lại nghĩ rằng ai đó khác sẽ trả nhiều tiền hơn để mua nó.

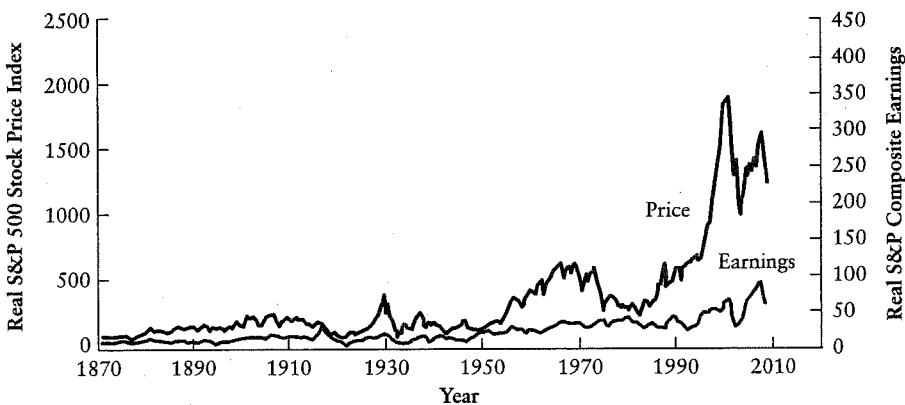
Chúng ta không nên quá vội vàng giả định một sự bất hợp lý. Có lẽ có một lý giải khác cho cơn sốt hoa tulip.¹⁹ Hoa tulip có rất nhiều loại và màu sắc khác nhau và nhiều loại thực sự là hiếm có. Liệu một người sành chơi hoa tulip trả giá cao cho một củ hoa thì có thiếu lý trí so với một nhà sưu tập nghệ thuật bỏ ra hàng triệu đôla để mua một bức tranh?²⁰ Điều đó có thể kỳ quặc đối với chúng ta ở ngày hôm nay, nhưng giá trị cao của hoa tulip có thể hợp lý dựa trên sở thích của mọi người tại thời điểm đó trong quá khứ. Bong bóng nổ tung có thể là do một sự thay đổi đột ngột trong sở thích – có lẽ hiếm, nhưng không phải là không thể.

BONG BÓNG CÔNG NGHỆ/INTERNET

Chúng ta trở lại với bong bóng công nghệ/Internet. Mặc dù cổ phiếu các công ty công nghệ và Internet tai tiếng với việc định giá cao quá mức của chúng, nhưng cổ phiếu trên mọi lĩnh vực cũng được săn lùng với sự hào hứng. Ngày nay, hầu hết đều tin rằng thị trường chứng khoán Mỹ vào đầu năm 2000 phản ánh sự bất hợp lý của một bộ phận các nhà đầu tư.²¹ Vài bằng chứng thuyết phục nhất được cung cấp trước khi Robert Shiller có sự điều chỉnh. Ông lập luận rằng “sự hỗn hởi thiếu lý trí - irrational exuberance” là một cách tốt nhất để mô tả tâm lý của thị

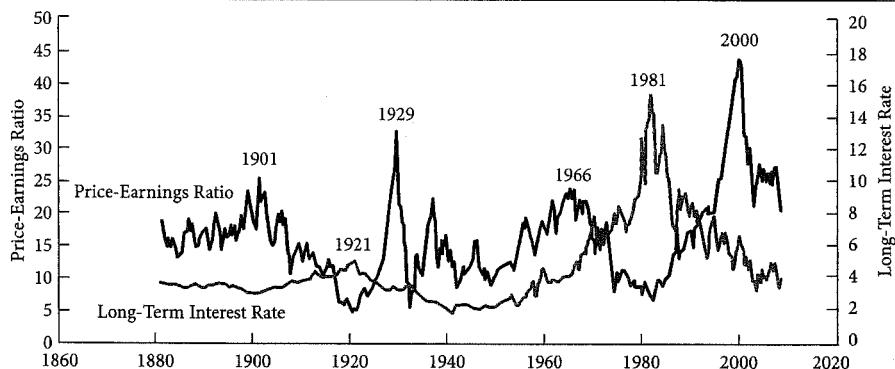
trường vào cuối những năm 1990.²² Thuật ngữ này lần đầu tiên được sử dụng bởi Giám đốc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ Alan Greenspan trong một bài phát biểu vào ngày 5/12/1996. Thị trường chứng khoán dường như sụt giảm để phản ứng lại với bình luận của Greenspan, có lẽ bởi vì mọi người nghĩ rằng thị trường có thể đã bị định giá cao. Tuy nhiên, phản ứng này không tồn tại lâu: thị trường Mỹ tiếp tục tăng, và đạt đỉnh vào đầu năm 2000.²³

Hình 14.3 Giá và thu nhập thực của danh mục S&P 500



Nguồn: Shiller, Robert.

Hình 14.3 cho thấy giá và thu nhập chứng khoán thực hàng tháng ở Mỹ từ tháng 1/1871 đến hết tháng 8/2008 sử dụng chỉ số S&P 500. Chỉ số S&P 500 được coi là một thước đo tiêu chuẩn đối với thị trường Mỹ, là một rổ chứng khoán bao gồm 500 chứng khoán có tỷ trọng vốn hóa thị trường lớn. Chuỗi giá trị danh nghĩa được điều chỉnh cho lạm phát sử dụng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bởi vì chúng ta muốn kiểm soát mức độ tăng giá chung của nền kinh tế. Trước khi tiếp tục thảo luận, lưu ý rằng biểu đồ chỉ ra một sự sụt giảm dốc đứng trong thị trường Mỹ xuất hiện vào năm 2008. Tuy một vài sụt giảm trong xu hướng này thể hiện rõ trong biểu đồ, nhưng hầu hết đều xuất hiện sau tháng 8/2008. Chúng ta sẽ thảo luận nhiều hơn về sự sụt giảm cuối năm 2008 này ở phần cuối của chương.

Hình 14.4 Tỷ số giá trên thu nhập thực của S&P 500

Nguồn: Shiller, Robert.

Biểu đồ cho chúng ta một cái nhìn nhanh về việc giá chứng khoán đã dịch chuyển như thế nào trong suốt một khoảng thời gian dài. Mặc dù mặt bằng giá vào cuối những năm 1990 là chưa từng có tiền lệ, nhưng quan trọng là phải kiểm soát được thu nhập. Nhìn kỹ hơn vào hình 14.3, cho thấy một sự gia tăng đồng thời trong thu nhập, nhưng điều đó có đủ không? Để chắc chắn, chúng ta trở lại với hình 14.4, thể hiện tỷ số P/E của S&P 500. Thước đo này cho chúng ta một cái nhìn chi tiết về việc thị trường định giá chứng khoán như thế nào bởi vì nó cho chúng ta biết các nhà đầu tư đang sẵn sàng trả bao nhiêu cho một đồng thu nhập. Nhớ lại trong Chương 12 chúng ta sử dụng tỷ số P/E để cung cấp một cái nhìn về thành quả giá cổ phiếu của Enron. Chúng ta quan sát thấy vài đỉnh đáng chú ý của tỷ số P/E bao gồm một giá trị 32.6 vào tháng 9/1929. Đây là điểm cao nhất trong giai đoạn thị trường tăng vào những năm 1920 và sau là một sự sụt giảm gây ngạc nhiên của thị trường với hơn 80% trước năm 1932. Cũng nhìn vào quá khứ, hai đỉnh đáng chú ý khác là vào năm 1901 và 1966. Trong mỗi trường hợp, thị trường đều sụt giảm sau mỗi lần đạt đỉnh. Mặc dù vậy, đỉnh 44.2 vào tháng 12/1999 là không tương tự.

Làm thế nào mà các nhà đầu tư tin rằng vào năm 1999 họ đang trả giá hợp lý cho các chứng khoán? Nhiều người lập luận rằng đó là một “kỷ nguyên mới” chào đón máy vi tính (đặc biệt là thông qua Internet) do một nguồn các thu nhập tương lai ấn tượng và lợi ích từ tính hiệu quả. Trong Chương 4 chúng ta thảo luận các tác động của cảm tính nhà đầu tư có thể có đối với việc định giá chứng khoán. Mặc dù thu nhập hiện tại của công ty dường như không phải là một cơ sở vững chắc đối với giá chứng khoán

cao, các nhà đầu tư nghĩ rằng do những tiến bộ trong công nghệ đi cùng với Internet, thu nhập trong tương lai sẽ tăng trưởng với tốc độ nhanh. Shiller lập luận rằng Internet và việc dễ dàng giao dịch hơn được tạo ra bởi hệ thống giao dịch trực tuyến 24 giờ là những nhân tố quan trọng để giải thích cho hiện tượng bong bóng.²⁴

Luôn luôn, chúng ta phải cẩn thận, không nên gạt bỏ sự hợp lý quá vội vàng. Một nghiên cứu xuất bản năm 2000 kết luận: "... phụ thuộc vào các tham số được chọn và *tốc độ tăng trưởng doanh thu đủ cao cho trước*, giá trị của cổ phiếu Internet có thể là hợp lý".²⁵ Nói cách khác, có lẽ quan điểm kỷ nguyên mới là một quan điểm hợp lý *tại thời điểm đó*.

Liệu Greenspan và Shiller có phải là những người quan sát duy nhất nghi ngờ việc định giá cao trong những năm cuối 1990? Đo lường tâm lý tự tin của nhà đầu tư trong việc định giá thị trường là một vấn đề đòi hỏi sự khéo léo. Với những thảo luận trước của chúng ta về lệch lạc do cách diễn đạt, sẽ không ngạc nhiên khi nghe rằng việc câu hỏi được hỏi như thế nào sẽ có tác động đáng kể đến việc nhà đầu tư sẽ trả lời nó ra sao. Từ năm 1989, Shiller và Dự án Hành vi nhà đầu tư tại Đại học Yale đã tiến hành khảo sát để đánh giá thái độ nhà đầu tư.²⁶ Một câu hỏi được đưa ra như sau:

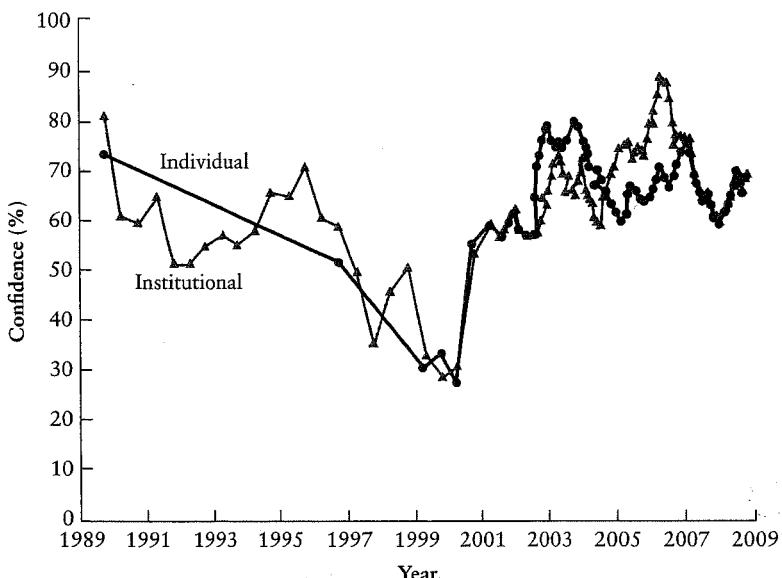
Giá chứng khoán ở Mỹ, khi so với các thước đo giá trị cơ bản thật hay giá trị đầu tư nhạy cảm, là:

[khoanh tròn số]

1. Quá thấp
2. Quá cao
3. Khá đúng
4. Không biết

Chỉ số niềm tin bằng phần trăm được tính bằng cách chia số câu trả lời 1 hoặc 3 (quá thấp hoặc khá đúng) cho số người trả lời câu 1, 2 hay 3. Tâm lý tự tin được đo lường cho các nhà đầu tư cá nhân cũng như nhà đầu tư tổ chức.

Như hình 14.5 cho thấy, sự tự tin trong thị trường giảm đối với cả nhà đầu tư cá nhân và tổ chức từ năm 1989 đến 1999. Thú vị là, điểm thấp trong tâm lý tự tin xuất hiện trong năm 1999, với chỉ 31% nhà đầu tư cá nhân và 29% nhà đầu tư tổ chức tự tin rằng thị trường không bị định giá cao. Điều này có nghĩa là 69% (71%) nhà đầu tư cá nhân (tổ chức) nghĩ rằng giá chứng khoán là quá cao, vì thế rõ ràng là có nhiều người nghi ngờ việc định giá cao! Sự sụt giảm trong niềm tin được đảo ngược sau khi giá chứng khoán đạt đỉnh vào đầu năm 2000, và niềm tin cũng sớm trở lại với mức độ quan sát được vào đầu những năm 1990. Mặc dù việc tăng giảm trong niềm tin được ghi nhận lại, từ năm 2003 đến giữa năm 2008, niềm tin đối với cả nhà đầu tư cá nhân và tổ chức đều khá ổn định.

Hình 14.5 Chi số giá trị tự tin của Shiller

Nguồn: Shiller, Robert, "Value Confidence Index", 2008 International Center for Finance at Yale School of Management. Reproduced by permission.

Bằng chứng hàm ý rằng nhiều người nghĩ rằng việc định giá là quá cao vào cuối những năm 1990. Có lẽ những người tiếp tục mua vào tại mức giá cao chưa từng thấy tin vào lý thuyết kẻ ngốc hơn. Họ sẵn sàng trả nhiều hơn giá trị chứng khoán theo họ nghĩ bởi vì họ tin rằng ai đó khác sẽ trả với mức giá thậm chí là cao hơn. Bây giờ chúng ta quay trở lại với các nghiên cứu tài chính thử nghiệm giúp xác định các nhân tố quan trọng trong việc tìm hiểu sự hình thành của hiện tượng bong bóng.

14.4 THỊ TRƯỜNG BÓNG BÓNG TRONG THÍ NGHIỆM

Xuyên suốt cuốn sách này chúng ta đã thảo luận về các kết quả thí nghiệm đã thay đổi suy nghĩ của nhiều người về các quyết định tài chính như thế nào. Các thị trường tài sản thí nghiệm đã cung cấp những phân tích mới mẻ cho việc thị trường vận hành như thế nào. Một trong những phát hiện gây khó hiểu nhất từ nghiên cứu này là xu hướng giá tăng cao vượt xa giá trị cơ bản và rồi sau đó sụp đổ trong một cấu trúc thị trường đơn giản, cụ thể. Trong phần này, chúng ta mô tả cái gọi là thị trường bong bóng thí nghiệm và xem xét lại các kết quả của tài liệu nghiên cứu rộng lớn này.

THIẾT KẾ THỊ TRƯỜNG BONG BÓNG

Nghiên cứu đầu tiên ghi nhận về hiện tượng bong bóng trong các thị trường tài sản thí nghiệm được xuất bản vào năm 1988 bởi Vernon Smith, Gerry Suchanek và Arlington Williams.²⁷ Điều ngạc nhiên nhất đó là rõ ràng là các bong bóng thường xuyên được tạo ra trong các thị trường mà tại đó thiết kế mang tính thử nghiệm cho thấy giá trị nội tại của các chứng khoán là bình thường khi tính toán tại mọi thời điểm. Điều này tất nhiên hoàn toàn không giống với thế giới thực trong đó chúng ta không bao giờ có thể chắc chắn niềm tin về đặc tính của các tài sản. Kể từ đó, nhiều nghiên cứu đã mô phỏng những kết quả này và tiếp tục khám phá cả các nhân tố giúp giảm bớt hay xúc tiến hình thành hiện tượng bong bóng.

Trong một **thiết kế thị trường bong bóng** (bubbles market design) phổ biến, các chủ thể giao dịch một tài sản qua một số lượng thời kỳ cố định. Tài sản có cổ tức thông thường và được xác định tại cuối thời kỳ giao dịch bằng cách sử dụng một phân phối xác suất cho trước. Nếu giả định thái độ bàng quan với rủi ro, chúng ta có thể dễ dàng tính toán giá trị cơ bản của tài sản bằng cách nhân số lượng kỳ giao dịch với cổ tức kỳ vọng mỗi thời kỳ.

Hãy xem xét một ví dụ sử dụng phân phối cổ tức từ một thử nghiệm bong bóng, như được cung cấp trong bảng 14.2.²⁸ Từ giờ, chúng ta sẽ tập trung vào tài sản thông thường, để lại tài sản may rủi cho phần sau. Tài sản giao dịch trong 12 kỳ, mỗi kỳ 5 phút, vì thế nếu bạn mua một đơn vị tài sản ở giai đoạn 1 và nắm giữ nó cho đến cuối đợt thí nghiệm, bạn sẽ kiếm được 12 cổ tức. Giá trị kỳ vọng của cổ tức mỗi thời kỳ được tính toán đơn giản bằng cách cộng các cổ tức đã được nhân với xác suất của nó hay:

14.5

$$0.48 * 0.5 + 0.048 * 0.9 + 0.04 * 1.2 = 0.72 \text{ hay } 72 \text{ cent}$$

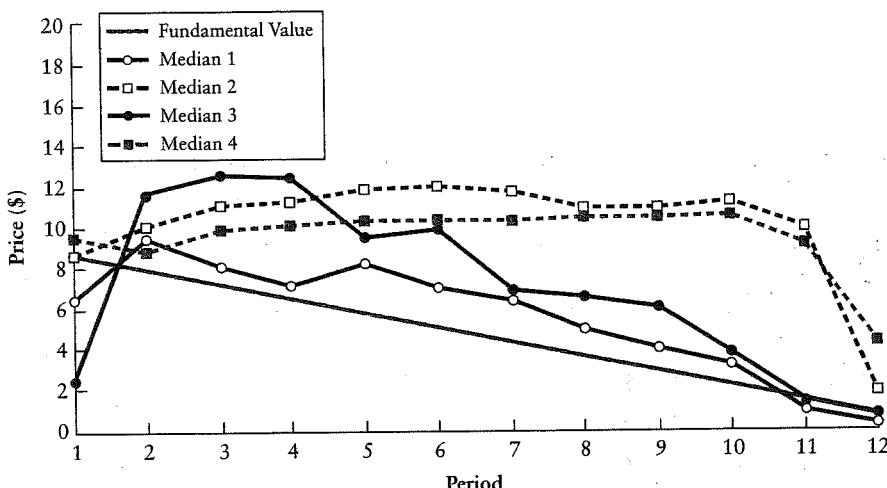
Bảng 14.2 | Phân phối cổ tức

Phân phối xác suất của cổ tức tài sản	Giá trị kỳ vọng của cổ tức	Giá trị cơ bản trong thời kỳ 1
Xác suất	0.48 0.48 0.04	
Cổ tức tài sản thông thường	0.50 0.90 1.20	0.72 8.64
Cổ tức tài sản may rủi	0.00 0.00	18.00

Nguồn: Ackert, L. F., N. Charupat, B. K. Church và R. Deaves, 2006, "Margin, short selling, and lotteries in experimental asset markets", *Southern Economic Journal* 73(2), p. 424.

Giả định rằng ở thời kỳ 1, bạn không biết kết quả cổ tức ngẫu nhiên trong tương lai, bạn sẽ sẵn sàng trả bao nhiêu cho một đơn vị tài sản? Nếu bạn là người bàng quan với rủi ro, bạn sẽ trả bằng mức cổ tức kỳ vọng trên mỗi thời kỳ (0.72) nhân với 12 kỳ, tức \$8.64. Đây là giá trị cơ bản của tài sản trong giai đoạn 1, và giá trị cơ bản trong tất cả các thời kỳ sau đó có thể được tính toán dễ dàng bằng cách nhân số giai đoạn còn lại với giá trị kỳ vọng là \$0.72. Đối với một nhà giao dịch e ngại rủi ro, giá trị cơ bản sẽ thấp hơn bởi vì anh ta phải được bù đắp cho việc chấp nhận rủi ro.

Hình 14.6 Bong bóng trong các thị trường tài sản thử nghiệm



Nguồn: Ackert, L. F., N. Charupat, B. K. Church và R. Deaves, 2006, "Margin, short selling, and lotteries in experimental asset markets", *Southern Economic Journal* 73(2), p. 427.

Hình 14.6 cho thấy các mẫu hình giá điển hình trong các thị trường bong bóng. Đường thẳng đậm biểu diễn giá trị cơ bản mỗi thời kỳ, bắt đầu tại mức \$8.64 trong thời kỳ 1 và rót dần \$0.72 ở mỗi thời kỳ. Các đường gấp khúc thể hiện trung vị của mức giá giao dịch mỗi thời kỳ cho bốn thị trường bong bóng khác nhau. Chú ý rằng các mẫu hình này là tương tự. Thông thường các mức giá trong thời kỳ 1 sẽ thấp hơn giá trị cơ bản nhưng lại nhanh chóng tăng lên cao hơn giá trị được bảo đảm bằng cổ tức kỳ vọng. Mức giá trong thời kỳ đầu tiên có thể thấp là do tâm lý e ngại rủi ro ban đầu của chủ thể bởi vì họ đang giao dịch trong một môi trường mà họ chưa có kinh nghiệm. Một vài hiện tượng bong bóng trong biểu đồ này là khá dai dẳng, nhưng cuối cùng tất cả đều rớt về giá trị cơ bản khi số thời kỳ còn lại giảm dần.

CHÚNG TA CÓ THỂ HỌC GÌ TỪ NHỮNG THỬ NGHIỆM NÀY?

Mặc dù các thị trường bong bóng thử nghiệm thì khá đơn giản và rõ ràng không bao gồm đầy đủ tất cả các đặc điểm quan trọng của những thị trường phức tạp như Tokyo, London, và New York, chúng ta đã học được rất nhiều về sự hình thành bong bóng. Quan trọng là, bong bóng giá ở mức độ vừa phải và biến mất nhanh chóng hơn khi các nhà giao dịch có kinh nghiệm về kiến thức thị trường tài chính và đã từng trải nghiệm trong một thị trường bong bóng thử nghiệm.²⁹ Điều này có thể không làm bạn ngạc nhiên. Như chúng ta sẽ thảo luận nhiều hơn ở Chương 20, sự am hiểu đến cùng với kinh nghiệm và kiến thức trong hầu hết các lĩnh vực. Những nhà giao dịch có kiến thức tài chính và kinh nghiệm trong việc giao dịch sẽ định giá tài sản gần với giá trị kinh tế của nó. Quan trọng là, việc giá cao hơn giá trị cơ bản sẽ không đáng kể thậm chí chỉ có một tập hợp nhỏ các nhà giao dịch có kiến thức và kinh nghiệm.³⁰ Vì vậy, chúng ta không cần tất cả những nhà giao dịch phải hiểu biết và có kinh nghiệm đối với một thị trường để định giá chứng khoán một cách hiệu quả.

Trong một vài thử nghiệm, hai tài sản được giao dịch để kiểm tra xem liệu việc định giá có khác biệt giữa hai tài sản hay không. Như bảng 14.2 chỉ ra, một nghiên cứu cho phép giao dịch hai tài sản sau: một tài sản thông thường và **một tài sản may rủi (lottery asset)**. Tài sản thứ hai được gọi là một tài sản may rủi bởi vì kết quả của nó tương tự như một trò xổ số có thang đo nhỏ. Trong hầu hết các trường hợp, kết quả là 0, nhưng 4% trong số đó tài sản nhận được một chi trả cổ tức lớn là 18\$. Mặc dù tài sản thông thường và tài sản may rủi có giá trị kỳ vọng giống hệt nhau, trong các thị trường thí nghiệm, những nhà giao dịch sẵn sàng trả nhiều hơn cho tài sản may rủi. Điều này hàm ý rằng các nhà giao dịch có thể mắc phải lỗi đánh giá xác suất. Nhất quán với hàm tỷ trọng của thuyết triển vọng, con người định tỷ trọng cao cho những xác suất nhỏ.³¹ Một lý giải có thể có khác đó là việc đầu cơ hay đánh cược đóng vai trò nào đó trong cách con người quyết định họ sẽ trả bao nhiêu để có được một tài sản. Họ sẵn sàng trả nhiều hơn cho tài sản may rủi bởi vì họ trả nên chấp nhận rủi ro hơn khi họ có được sự hào hứng trong việc giao dịch.

Đầu cơ và sự hình thành bong bóng dường như được tiếp thêm bởi một lượng tiền mặt khổng lồ trên thị trường.³² Điều này gợi nhớ lại hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng. Để điều tra vai trò của việc đánh cược hay đầu cơ trong việc hình thành bong bóng, một thí nghiệm của chúng ta

sẽ hạn chế các nhà giao dịch hành động vừa là người mua vừa là người bán một tài sản.³³ Thậm chí khi thiết kế này loại trừ cơ hội đầu cơ, theo ghi nhận thì bong bóng vẫn thường xuyên được tạo ra. Điều này dẫn các nhà nghiên cứu đi đến kết luận rằng hiện tượng đầu cơ không nhất thiết phải có trong việc hình thành bong bóng, với thành phần chính là những nhà đầu tư thiếu lý trí. Các nghiên cứu khác điều tra các dạng cụ thể của sự bất hợp lý. Chẳng hạn, một nghiên cứu điều tra việc định giá trong thị trường bong bóng ghi nhận rằng có một mối quan hệ giữa mật độ (và tầm nghiêm trọng) của hiện tượng bong bóng và sự xuất hiện của sai lầm trong đánh giá xác suất.³⁴ Cùng lúc đó cũng ghi nhận được rằng hiện tượng đầu cơ dường như đóng một vai trò nào đó trong việc định giá.

Bên cạnh sự am hiểu, định tỷ trọng của xác suất và việc đầu cơ, nghiên cứu đã chỉ ra rằng các quy định của thị trường cũng có thể có tác động quan trọng đến việc định giá. Chẳng hạn, những hạn chế về bán khống thúc đẩy việc hình thành bong bóng bởi vì những người đang lạc quan về giá trị của tài sản sẽ quyết định việc định giá.³⁵ Một nhà giao dịch bị quan nếu đã sở hữu tài sản này có thể đơn giản sẽ bán đi. Nhưng những người khác hiện tại không nắm giữ tài sản và bị quan không thể có hành động phản ánh được quan điểm của họ đối với giá trị tài sản khi họ không thể bán khống. Không có bán khống, thị trường có thể bị đẩy lên mức cao mà không thực sự được đảm bảo bởi quan điểm của toàn bộ thị trường. Do đó, những người làm chính sách phải được cảnh báo đối với việc gia tăng những giới hạn trong giao dịch mà những giới hạn này, cuối cùng có thể làm suy yếu tính hiệu quả của thị trường.

14.5 TÀI CHÍNH HÀNH VI VÀ VIỆC ĐỊNH GIÁ TRÊN THỊ TRƯỜNG

Tài chính hành vi đã đóng góp thêm vào nhận thức của chúng ta về việc con người định giá các tài sản trong các thị trường khác nhau như thế nào, từ hoa tulip, cho tới chứng khoán, và các tài sản thí nghiệm. Các nhà đầu tư và các học giả giống nhau ở chỗ đều cố gắng định giá tài sản dựa trên những nhân tố quan sát được, nhưng rõ ràng kinh nghiệm chỉ ra rằng bản năng con người thực sự có tác động rất lớn. Như Shiller đã chỉ ra, “[i] đầu tư vào các tài sản đầu cơ là một hoạt động xã hội”³⁶ Trong Chương 11 và 12, chúng ta đã xem xét các áp lực xã hội tác động như thế nào đến hành vi nhà đầu tư, nhà quản lý và những người khác. Trong chương này, chúng ta đã thấy rằng giá trị tài sản có thể bị tác động bởi một

số các ảnh hưởng của hành vi, bao gồm xu hướng thời đại, những thay đổi trong khẩu vị (bao gồm thái độ đối với rủi ro), và những yếu tố khác mà dường như khi phân tích sâu đơn giản lại chính là sự thiếu lý trí.

Một thách thức đối với tài chính hành vi là việc đưa những gì chúng ta đã học được về cách con người ra quyết định đến với thị trường. Trong Chương 10, chúng ta đã xem xét một mô hình như vậy. Nhắc lại trong mô hình của Barberis, Huang và Santos, các nhà đầu tư là e ngại thua lỗ, vì vậy các kết quả trước đó ảnh hưởng đến hành vi về sau.³⁷ Sau khi giá chứng khoán tăng, nhà đầu tư ít e ngại rủi ro hơn bởi vì lợi nhuận trước đó làm nhẹ bớt đi thua lỗ về sau, trong khi sau khi chứng khoán giảm giá, nhà đầu tư quan tâm đến thua lỗ tăng thêm và vì vậy e ngại rủi ro nhiều hơn. Kết quả này thể hiện ở sự biến động mạnh hơn trong giá chứng khoán. Những thay đổi trong thái độ đối với rủi ro có thể có những tác động quan trọng lên cả việc định giá tài sản cũng như những thay đổi của giá. Trong phần tiếp theo chúng ta sẽ trở lại với vấn đề biến động của thị trường.

14.6 SỰ BIẾN ĐỘNG QUÁ MỨC

CÓ PHẢI GIÁ DỊCH CHUYỂN QUÁ NHIỀU?

Bên cạnh việc định giá đôi khi gây khó hiểu, thị trường chứng khoán dường như có quá nhiều biến động. Các nhà nghiên cứu đã chỉ ra rằng tuy một vài biến động trong tỷ suất sinh lợi chứng khoán có thể là do các tin tức, thì phần lớn còn lại là không thể. Nói cách khác, tồn tại **sự biến động quá mức (excessive volatility)**. David Cutler, James Poterba, và Larry Summer đưa ra những bằng chứng thu hút.³⁸ Họ kiểm tra những sự kiện tin tức và sự dịch chuyển lớn trong giá chứng khoán qua một giai đoạn là 50 năm và kết thúc vào cuối những năm 1980. Đầu tiên, họ nhìn vào các sự kiện tin tức quan trọng (được đưa trên tờ New York Times) và xem xét xem liệu những dịch chuyển của thị trường có phải là từ chúng hay không. Chẳng hạn, khi Nhật Bản tấn công Trân Châu Cảng vào ngày 8/12/1941, thị trường Mỹ giảm 4.37%. Điều này hoàn toàn có ý nghĩa. Chúng ta cũng có thể kỳ vọng một phản ứng đáng kể của thị trường đối với cuộc bầu cử Tổng thống, đây cũng là một sự kiện quan trọng, bởi vì những khác biệt dễ nhận thấy trong chính sách kinh tế giữa các ứng cử viên. Nhưng khi Johnson đánh bại Goldwater vào năm 1964, thị trường dường như không có dịch chuyển gì (tăng 0.05%) bởi vì Johnson đã được hầu hết dự báo sẽ giành chiến thắng với số phiếu áp đảo.

Cutler, Porterba, và Summer cũng nhìn vào 50 dịch chuyển giá lớn nhất và cố gắng liên kết chúng với các thông tin. Mặc dù trong nhiều trường hợp nhiệm vụ này là dễ dàng, trong những trường hợp khác đường như không có lý do hợp lý cho phản ứng của thị trường. Chẳng hạn, vào ngày 3/9/1946, thị trường sụt giảm 6.73% (đây là sự sụt giảm trong giá lớn thứ tư) và tờ New York Times viết rằng “không có lý do cơ bản nào cho sự sụt giảm đột ngột của giá”.

CHỨNG MINH SỰ BIẾN ĐỘNG QUÁ MỨC

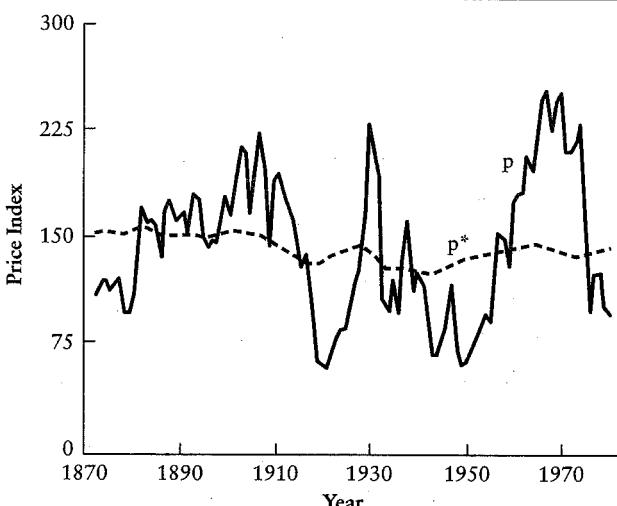
Một mối quan hệ không tương xứng được Shiller đưa ra đã thay đổi suy nghĩ của nhiều người về tính hiệu quả của toàn bộ thị trường chứng khoán.³⁹ Nhắc lại Chương 2 khi trình bày về mô hình hiện giá của giá chứng khoán, giá trị hiện tại của chứng khoán phải bằng với hiện giá của cổ tức kỳ vọng trong tương lai. Trong khi chúng ta phải thiết lập kỳ vọng cổ tức, điều gì sẽ xảy ra nếu chúng ta thực sự biết cổ tức cuối cùng sẽ chi trả? Shiller gọi hiện giá của cổ tức thực sự (thay vì cổ tức kỳ vọng) là “giá chứng khoán hợp lý hậu nghiệm”, bởi vì nó là mức giá nếu bạn biết tất cả cổ tức trong tương lai. Theo lý thuyết, giá ngày hôm nay là dự báo tốt nhất của giá chứng khoán hợp lý hậu nghiệm dựa trên tất cả những thông tin sẵn có ở hiện tại. Sử dụng phân tích này, Shiller cho rằng sự bất cân xứng không bị biến động nếu thị trường hiệu quả. Sự bất cân xứng của Shiller cho rằng độ lệch chuẩn của giá chứng khoán vượt độ lệch chuẩn của giá chứng khoán hợp lý hậu nghiệm. Giá nên là kỳ vọng của giá hợp lý hậu nghiệm, và bởi vì giá hợp lý hậu nghiệm sẽ dịch chuyển dựa trên các thông tin bất ngờ (đó là các thông tin có sẵn với các nhà đầu tư khi mức giá thực sự được thiết lập), sự biến động của giá nên thấp hơn.

Shiller kiểm tra sự bất cân xứng bằng cách sử dụng chỉ số S&P 500 thực, đã được chỉ ra ở hình 14.3, để tính toán giá chứng khoán hợp lý hậu nghiệm, ông giả định một tốc độ tăng trưởng cổ tức trong dài hạn. Hình 14.7 chỉ ra một kết quả đáng chú ý. Đường đậm là giá trị quan sát được của chỉ số S&P 500 (p) và đường gạch nối là giá hợp lý hậu nghiệm (p^*). Như biểu đồ đã chỉ rõ, giá chứng khoán biến động quá nhiều khi được đánh giá bởi hiện giá của cổ tức trong tương lai. Nhắc lại sự bất cân xứng của Shiller cho rằng sự biến động của p nên nhỏ hơn so với của p^* . Dựa vào các tham số trong ước lượng, biến động của giá chứng khoán trong thế kỷ rồi là gấp từ 5 đến 13 lần! Làm thế nào mà giá chứng khoán có thể biến động mạnh đến như vậy khi mà cổ tức thì rất ổn định?

GIẢI THÍCH SỰ BIẾN ĐỘNG QUÁ MỨC

Mặc dù nghiên cứu cho phép chúng ta đạt được những hiểu biết then chốt về việc các thị trường định giá các tài sản rủi ro như chứng khoán như thế nào, đối với nhiều người, thị trường chứng khoán thậm chí trở nên phức tạp hơn sau khi công bố công trình của Shiller. Tuy các lý giải hợp lý đối với sự biến động mạnh của thị trường chứng khoán đã được đề xuất bởi các nhà nghiên cứu,⁴⁰ nhưng một quan điểm đang trở nên phổ biến đó là thị trường chứng khoán thì quá biến động.

Hình 14.7 Các so sánh độ bất ổn của Shiller



Nguồn: Shiller, Robert, J., "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?", *American Economic Review* 71(3), p. 422.

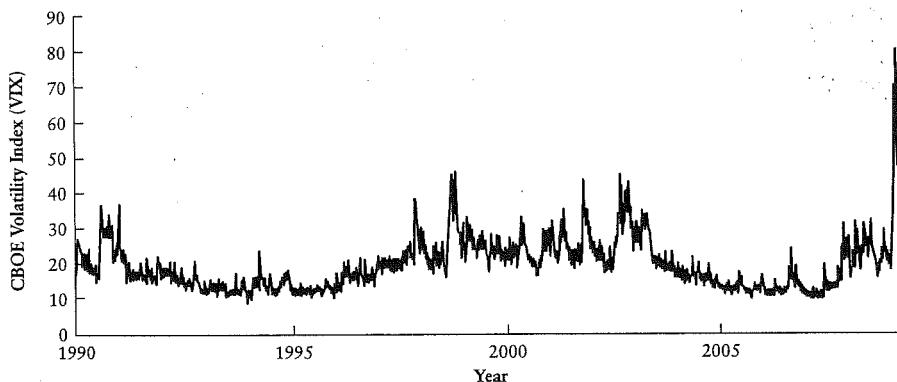
Các nhà nghiên cứu đóng góp một nỗ lực rất lớn đối với việc tìm hiểu các mẫu hình biến động. Một quan sát nhận thấy sự biến động của chứng khoán có xu hướng gia tăng sau một sự sụp đổ của thị trường. Bên cạnh đó, dường như sự biến động của Nasdaq trong những năm gần đây là cao bất thường khi so với sự biến động của S&P 500. Bên cạnh việc biến động đột ngột của các chỉ số S&P 500 và Nasdaq sau vụ sụp đổ năm 1987 và suốt thời kỳ bong bóng công nghệ/Internet và sự tái điều chỉnh trong giai đoạn 1998-2001, các nhà nghiên cứu nhận thấy tỷ số biến động của Nasdaq so với S&P 500 thể hiện một xu hướng đi lên qua thời gian.⁴¹ Điều này không ngạc nhiên bởi vì nhân tố có vẻ giải thích tốt nhất cho sự biến động mạnh của chứng khoán qua thời kỳ này là số lượng các công ty trong ngành công nghệ.

DỰ BÁO BIẾN ĐỘNG VÀ TÂM ĐIỂM 2008

Một thước đo phổ biến của quan điểm nhà đầu tư đối với các điều kiện của thị trường là **chỉ số biến động hàm ý** (*implied volatility index*) (VIX) được cung cấp bởi Chicago Board Options Exchange (CBOE).⁴² VIX, thường được gọi là chỉ số lo ngại, đo lường kỳ vọng của nhà đầu tư về sự biến động của thị trường chứng khoán bằng cách sử dụng giá quyền chọn hiện tại. Thước đo sự biến động này được gọi là “hàm ý” bởi vì nó bắt nguồn từ giá của các quyền chọn được giao dịch của chỉ số S&P 500. Trong những giai đoạn bất ổn, khi các nhà đầu tư cảnh giác với sự sụt giảm của thị trường, chỉ số VIX có xu hướng tăng.

Như hình 14.8 cho thấy, chỉ số VIX trong quá khứ có sự dao động xung quanh giá trị trung bình dài hạn của nó là khoảng 20. Trước năm 2008, giá trị cực đại của VIX là 46 đạt được vào ngày 8/10/1998. Tại thời điểm này, cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997 đã lan rộng đến Nga và tác động đến rất nhiều quỹ đầu cơ lớn, bao gồm Long Term Capital Management, quỹ này đã phải chịu tổn thất lớn vào năm 1998. Trong những tháng cuối năm 1998, tồn tại sự không chắc chắn lớn về khả năng lan xa của cuộc khủng hoảng tài chính. Trong khi mức độ không chắc chắn cao vào năm 1998, nó vẫn lu mờ khi so với cuối năm 2008. Trong mùa đông năm 2008, chỉ số VIX tăng cao chưa từng thấy, đạt đỉnh vào ngày 20/11/2008 là 81. Tiếp đến chúng ta sẽ chuyển sang các điều kiện thị trường vào mùa đông năm 2008.

Hình 14.8 Chỉ số độ bất ổn



Nguồn: CBOE Volatility Index.

14.7 THỊ TRƯỜNG NĂM 2008

Điều gì có thể dẫn đến sự biến động cao chưa từng thấy như vậy? Chúng ta bắt đầu với một cái nhìn tổng quan về các sự kiện kinh tế và thị trường dẫn đến đỉnh điểm của sự biến động này. Vào mùa hè năm 2007, cuộc khủng hoảng về tính thanh khoản bao phủ thị trường tài chính dẫn đến việc bơm tiền của cả Cục Dự trữ Liên bang Mỹ và Ngân hàng Trung ương Châu Âu. Nhiều định chế lớn đầu tư nhiều vào các khoản nợ thế chấp được chứng khoán hóa đã đánh giá sai rủi ro của chúng và vì vậy lâm vào khó khăn về tài chính. Một vài người dám chắc rằng nhân tố đóng góp vào cuộc khủng hoảng là sự tự do hóa các khoản thế chấp ở Mỹ và sự phổ biến giá tăng của các khoản nợ dưới chuẩn. Bên cạnh đó, có lập luận cho rằng có rất ít hoặc không có sự cẩn trọng cần thiết khi đánh giá khả năng người đi vay có thể trả được nợ.⁴³ Rất nhiều trong số những khoản nợ này được kết hợp lại, chứng khoán hóa, và bán giá thấp cho các nhà đầu tư (hoặc được nắm giữ bởi các ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư). Những sản phẩm cải tiến này có khả năng đẩy các định chế tài chính hoặc nhà đầu tư nắm giữ chúng vào tình thế nguy hiểm nếu giá trị của chúng được dựa trên những giả định không chính xác, bao gồm rủi ro vỡ nợ. Sau khi thị trường nhà đất Mỹ đi xuống vào năm 2006, chúng ta chứng kiến sự gia tăng các khoản nợ không trả đúng hạn và hoạt động siết nợ.⁴⁴ Đột ngột giá trị thị trường của những chứng khoán dựa trên những khoản thế chấp này sụt giảm ngoạn mục. Xa hơn nữa, các định chế với độ nhạy cảm đáng kể đối với những sản phẩm này chứng kiến giá trị thị trường của mình sụt giảm nhiều đến mức mà khả năng thanh toán bắt đầu trở thành vấn đề.

Trong tháng 9/2008, mọi việc cuối cùng cũng xảy đến. Xem xét các sự kiện dưới đây xuất hiện trong một tuần vào tháng 9/2008 (15 đến 19/09):

- Hai ngân hàng đầu tư lớn nhất của Mỹ về cơ bản biến mất cùng một ngày, với việc Lehman Brothers nộp đơn xin phá sản và Merrill Lynch chấp nhận bị mua lại bởi Bank of America.
- AIG, một thời gian ngắn trước là một công ty bảo hiểm lớn nhất thế giới về giá trị thị trường, cũng đứng bên bờ vực phá sản, bị buộc phải chấp nhận thương vụ với chính phủ Mỹ từ bỏ một lượng cổ phần đáng kể để đổi lại một sự cứu trợ tiền mặt.
- Hai ngân hàng đầu tư độc lập lớn cuối cùng của Mỹ, Morgan Stanley và Goldman Sachs, chịu đựng sự tấn công dữ dội từ những người bán khống nghĩ rằng tương lai của những ngân hàng này chỉ còn tính bằng ngày.

- Cuối cùng, vào cuối tuần, chính phủ Mỹ đã công bố một gói cứu trợ \$700 tỷ (chương trình TARP), nhờ đó mà nhiều khoản nợ xấu được chính quyền mua lại và vì vậy được loại ra khỏi sổ sách của các định chế tài chính đã đầu tư vào chúng.

Để hiểu được tầm cỡ của tất cả các sự kiện này, một bài báo đã viết (với một chút cường điệu):⁴⁵

Đối với một thế hệ, Wall Street đã tổ chức nên một mô hình giúp phần còn lại của thế giới có được sức mạnh, sự hiệu quả và tính minh bạch. Nhưng ngày nay, hệ thống ngân hàng được tán dương của quốc gia đang nằm trên bờ vực sụp đổ. Chỉ có Ngân khố Mỹ và Hội đồng Cục dự trữ Liên bang chịu đựng việc sụp đổ toàn bộ với một gói giải cứu một nghìn tỷ \$... Giá sụt giảm dốc đứng có thể phá tan nền tài chính của quốc gia này.

Ngạc nhiên là, thị trường có thể được cứu bởi gói cứu trợ trước mắt đã không mất giá trong tuần đó. Mặc dù vậy, mọi thứ tiếp tục trở nên tồi tệ hơn. Đối chiếu với hình 14.9, cho thấy biến động của chỉ số S&P 500 từ cuối năm 2007 đến ngày 20/11/2008 (ngày đỉnh điểm của biến động). Từ ngày 19/09/2008 đến 20/11/2008, chỉ số S&P 500 mất tới 40% giá trị thị trường của nó – hàng nghìn tỷ đôla trên thị trường chứng khoán đã biến mất. Từ cuối năm 2007, tổng thiệt hại tích lũy là 49%!

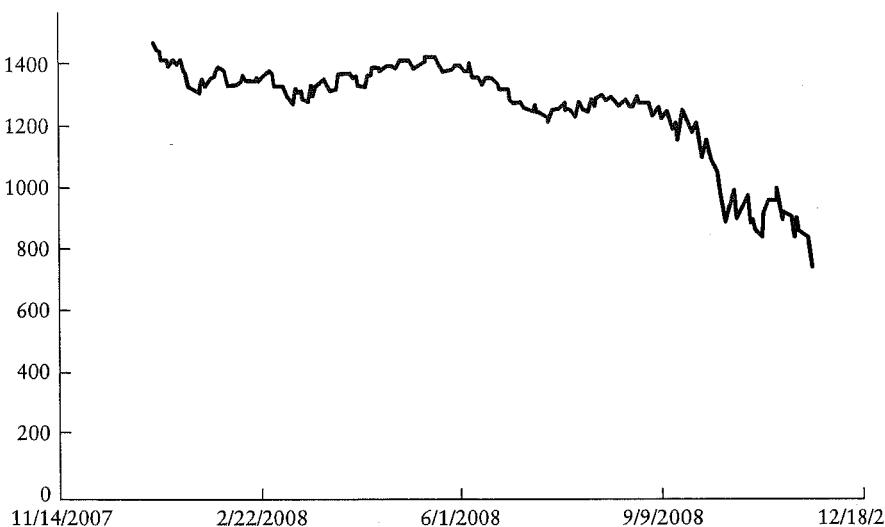
Bảng 14.3 cho thấy rõ, sự sụt giảm tương ứng trên khắp thế giới. Ví dụ, các thị trường ở Nhật Bản sụt giảm 43%, Trung Quốc là 65%, Anh là 33%, Canada là 38%, Pháp là 44%, Đức là 42%, Ý là 50%, Nga là 67%, Úc là 47%, Ấn Độ là 53%, Argentina là 50%, Braxin là 42%, và Mehico là 24%. Hơn nữa, đồng đôla Mỹ được đánh giá cao hơn so với hầu hết các đồng tiền khác vào năm 2008, như thường xảy ra khi sự lo lắng gia tăng. Điều này thậm chí có thể dẫn đến sự sụt giảm mạnh hơn trên thị trường khi được định danh bằng đồng đôla Mỹ ở hầu hết các quốc gia.

Điều gì dẫn đến sự sụt giảm dốc đứng này? Chúng ta tin rằng có một sự kết hợp giữa các yếu tố cơ bản và tâm lý. Về mặt cơ bản, sự sụp đổ của Lehman Brothers dẫn đến một sự thiếu hụt niềm tin đối với các định chế tài chính, đến lượt điều này sẽ gây ra một sự đổ vỡ trong hệ thống tín dụng. Hơn nữa, việc Quốc hội Hoa Kỳ lúc đầu ngần ngại thông qua gói cứu trợ khổng lồ TARP, dẫn đến một cuộc khủng hoảng trong niềm tin về việc “ai sẽ chịu trách nhiệm?”. Thêm vào đó, chẳng mấy chốc để nhận thấy rõ ràng là cuộc suy thoái sắp tới sẽ không hề ngăn hay không gây thiệt hại gì đáng kể.

Bảng 14.3 | Phần trăm sụt giảm trong chỉ số thị trường ở một số quốc gia trong năm 2008

Quốc gia	Đơn vị đồng tiền quốc gia	Đơn vị đôla Mỹ
Mỹ (Dow)	36	36
Mỹ (S&P 500)	41	41
Nhật Bản	43	29
Trung Quốc	65	63
Anh	33	51
Canada	38	50
Pháp	44	46
Đức	42	43
Ý	50	52
Hà Lan	53	55
Tây Ban Nha	42	43
Cộng hòa Séc	52	54
Phần Lan	51	59
Nga	67	72
Thụy Sĩ	36	30
Thổ Nhĩ Kỳ	52	63
Úc	47	57
Hong Kong	49	48
Ấn Độ	53	62
Hàn Quốc	41	56
Thái Lan	48	50
Argentina	50	54
Braxin	42	57
Mexico	24	39
Ai Cập	59	59
Israel	53	52
Nam Phi	27	47

Nguồn: "Economic and Financial Indicators", *The Economist Magazine*, 3/1/2009, p.76.

Hình 14.9 Chỉ số S&P 500: từ 31.12.2007 đến 20.11.2008

Khi bằng chứng về chỉ số VIX đã được chứng thực, tuy các thị trường đang sụt giảm, nhưng sự biến động gây choáng váng rõ ràng. Trong 44 ngày giao dịch mà chỉ số S&P 500 sụt giảm 40%, 14 ngày có sự thay đổi giá tuyệt đối 5% hoặc hơn. Đáng ngạc nhiên, hai thay đổi giá lớn nhất lại dương – 10.8% và 11.6%!

Xem xét các tác động của hành vi đúng sau sự sụt giảm này của thị trường. Xuyên suốt lịch sử chúng ta đã nhìn thấy những sự điều chỉnh giá đáng kể mà dường như chúng không phải là do việc đánh giá lại các yếu tố cơ bản. Nhiều sự dịch chuyển như vậy đã xảy ra trong suốt cuộc khủng hoảng tài chính vừa qua. Như chúng ta đã đề cập ở phần đầu của chương, trong mô hình của Barberis, Huang và Santos, sự e ngại rủi ro của các nhà đầu tư gia tăng sau khi giá chứng khoán rớt, điều này lại càng góp phần làm giá tiếp tục sụt giảm. Bên cạnh sự gia tăng của tâm lý e ngại rủi ro vốn có thể bắt nguồn từ những điều chỉnh giảm của thị trường, nhận thức về sự gia tăng của rủi ro dường như lan rộng trong những tháng gần đây. Vài định chế tài chính đầu tư phần lớn vào các chứng khoán mà thậm chí họ không thể định giá đúng. Ngoài ra, trong khi tỷ lệ siết nợ gia tăng, người ta lo sợ đó vẫn chưa phải là đáy. Có phải phản ứng của thị trường là do rủi ro vỡ nợ gia tăng hay đơn thuần là do nhận thức được rủi ro này gia tăng?

Có lẽ chúng ta đã quá tập trung vào các sự kiện này đến mức không thể giải thích chúng rõ ràng. Trong sự sụt giảm của thị trường thì bao nhiêu là do yếu tố cơ bản và bao nhiêu là sự phản ứng quá mức? Tại sao sự biến

động lại tăng quá nhanh đến như vậy? Và liệu các mức độ biến động cao hơn có tồn tại dai dẳng qua thời gian hay không? Chúng ta không thể nói chắc chắn rằng các mức độ quan sát được của giá chứng khoán và sự biến động gần đây là bất hợp lý, nhưng chắc chắn là dường như rất khó để lập luận rằng đó là một phản ứng hợp lý đối với những thay đổi trong yếu tố cơ bản. Một vài người đã hỏi liệu “40 có là 20 mới” đối với VIX, ngụ ý một sự dịch chuyển đi lên vĩnh viễn trong sự biến động của thị trường. Tuy nhiên một bài học rất quan trọng có thể rút ra từ sự kiện này – các thị trường tài chính luôn luôn có thể làm chúng ta ngạc nhiên.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Phần bù vốn cổ phần là sự khác biệt giữa tỷ suất sinh lời kỳ vọng của vốn cổ phần và nợ. Mức độ cao của phần bù vốn cổ phần gây khó hiểu bởi vì nó dường như đòi hỏi một tâm lý e ngại rủi ro cực kỳ cao.
2. Lệch lạc tồn tại để cập đến xu hướng nhận được các kết quả sai lệch do các quan sát không đạt yêu cầu bị loại khỏi mẫu qua thời gian. Điều này có thể giải thích cho phần bù vốn cổ phần.
3. Tâm lý e ngại rủi ro, kết hợp với tính toán bất hợp lý và vì vậy được gọi là tâm lý e ngại rủi ro trước mắt, có thể giải thích tại sao các nhà đầu tư yêu cầu một phần bù lớn cho vốn cổ phần.
4. Một bong bóng đầu cơ xuất hiện trong một thị trường khi các mức giá cao dường như được tạo ra bởi tâm lý hào hứng của các nhà đầu tư hơn là do các yếu tố kinh tế cơ bản.
5. Bong bóng giá được quan sát trong các thị trường khác nhau. Ví dụ, trong suốt cơn sốt hoa tulip, mọi người giao dịch những số tiền và hàng hóa lớn để đổi lấy các củ hoa tulip.
6. Theo lý thuyết kẻ ngốc hơn, một người mua một tài sản bởi vì anh ta tin rằng một người khác thậm chí sẽ trả nhiều hơn để có được nó.
7. Trong những năm 1990, toàn bộ thị trường Mỹ dường như lệch xa khỏi giá trị dựa trên các yếu tố kinh tế cơ bản. Lĩnh vực công nghệ chịu tác động mạnh nhất.
8. “Sự hổ hởi thiếu lý trí” là một thuật ngữ được sử dụng để mô tả thị trường chứng khoán Mỹ của Giám đốc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ Greenspan trong những năm 1990.
9. Tỷ số P/E cực kỳ cao được giải thích bởi lập luận về một “kỷ nguyên mới”.

10. Dữ liệu khảo sát ngũ ý rằng phần lớn các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức đều nghĩ rằng thị trường bị định giá cao trong năm 1999.
11. Trong các thị trường bong bóng thử nghiệm, tài sản được giao dịch qua một số lượng cố định các thời kỳ và các nhà giao dịch có thể dễ dàng tính toán giá trị cơ bản kỳ vọng.
12. Mức giá trong các bong bóng thí nghiệm thông thường cao hơn giá trị cơ bản, và sụp đổ vào thời điểm cuối.
13. Bong bóng ở mức độ vừa phải khi có một tập nhỏ các nhà giao dịch hiểu biết và có kinh nghiệm, không có quá nhiều tiền mặt trong thị trường, và cho phép việc bán khống.
14. Sự hình thành bong bóng giá được khuyến khích bởi sai lầm đánh giá xác suất và việc đầu cơ.
15. Giá chứng khoán biến động quá nhiều đến mức không thể giải thích bằng cổ tức trong tương lai.
16. Sự biến động mạnh hơn đối với các công ty công nghệ và mức độ biến động gia tăng, thể hiện ở sự khác biệt trong biến động giữa chỉ số S&P 500 và Nasdaq.
17. Chỉ số VIX, hay chỉ số thể hiện sự sợ hãi, đo lường kỳ vọng của nhà đầu tư về sự biến động của thị trường chứng khoán trong tương lai, bằng cách sử dụng giá các quyền chọn hiện tại. Trong những tháng gần đây, chỉ số VIX tăng cao đến mức chưa từng thấy.
18. Bắt đầu vào năm 2007, các thị trường bị bao phủ bởi cuộc khủng hoảng về tính thanh khoản. Nhân tố có thể giải thích bao gồm vị thế rủi ro lớn của các định chế tài chính, sự cho vay dễ dãi, và sự nhận thức được rủi ro vỡ nợ tăng cao.

CAU HÓI THẢO LUẬN

1. Phân biệt các khái niệm/thuật ngữ sau:
 - a. Sự tương đương chắc chắn và việc đánh cược
 - b. E ngại thua lỗ và e ngại thua lỗ trước mắt
 - c. Bong bóng đầu cơ giá và giá chứng khoán hợp lý hậu nghiệm
 - d. Lý thuyết kẻ ngốc hơn và sự đầu cơ
2. Trong một kế hoạch Ponzi, được đặt theo tên của Charles Ponzi, các nhà đầu tư được trả lợi nhuận bằng tiền của các nhà đầu tư sau đó, thay vì từ lợi nhuận được tạo ra bằng hoạt động kinh doanh thực sự. Nếu

không có một sự gia tăng chưa từng có trong dòng tiền từ các nhà đầu tư, một kế hoạch Ponzi tất phải thất bại. Khác biệt giữa kế hoạch Ponzi và một bong bóng giá tài sản là gì?

3. Một cá nhân với tiền mặt để đầu tư có 2 lựa chọn sau:

Mua một chứng chỉ quỹ mỗi năm kiếm được một tỷ suất sinh lợi 40% hoặc -20% với xác suất 50/50

Mua một trái phiếu quỹ mỗi năm sinh lời 5% hay 0% với một xác suất 50/50

Giả định rằng tỷ suất sinh lợi trên hai quỹ này là độc lập, và tỷ suất sinh lợi qua các năm cũng độc lập. Cũng giả định rằng một giá trị danh mục đầu tiên là \$1. (Tuy nhiên, câu trả lời sẽ không bị ảnh hưởng nếu bạn sử dụng một giá trị danh mục ban đầu khác). Ngoài ra, giả định rằng

hàm giá trị là đường thẳng và có công thức:

$$v(z) = z \text{ khi } z > 0$$

$$v(z) = 3z \text{ khi } z < 0$$

- Nhà đầu tư ưa thích quỹ nào hơn nếu anh ta nhìn vào danh mục của mình i) mỗi năm một lần; hay ii) hai năm một lần?
- Câu trả lời trên có thể giúp chúng ta hiểu về câu đố phần bù vốn cổ phần như thế nào?
- Các thị trường bong bóng thí nghiệm cho chúng ta biết điều gì về khả năng hình thành bong bóng trong thế giới thực? Nghiên cứu này có những giới hạn nào?
- Bạn có tin rằng giá chứng khoán là quá biến động? Hãy giải thích thuật ngữ "sự biến động" và "quá nhiều" mà bạn nói có nghĩa là gì.

THAM KHẢO

1. Mehra, R., và E. C. Prescott, 1985, "The equity premium: A puzzle", *Journal of Monetary Economics* 15(2), 145-161.
2. Tỷ suất sinh lợi trung bình số học là trung bình giản đơn qua một thời kỳ, trong đó tỷ suất sinh lợi trung bình hình học là tỷ suất sinh lợi trung bình nhân.
3. Siegel, J. J., 1998, *Stocks for the Long Run*, 2nd ed. (McGraw-Hill, New York).
4. Hệ số e ngại rủi ro tương đối ($R(w)$) được tính bằng $-wu'(w)/u''(w)$. Đổi với hàm hữu dụng logarit, $R(w) = -w(-w^{-2})/w^{-1} = 1.0$. Xem Hirshleifer, J., và J. G. Riley, 1992, *The Analytics of Uncertainty and Information*

- (Cambridge University Press, Cambridge), p. 86.
5. Ví dụ này được đưa ra bởi Mankiw, N. G., và S. P. Zeldes, 1991, "The consumption of stockholders and nonstockholders", *Journal of Financial Economics* 29(1), 97-112.
 6. Để biết thêm về những giải thích khác, xem Cornell, B., 1999, *The Equity Risk Premium: The Long-run Future of the Stock Market* (John Wiley & Sons, New York).
 7. Ví dụ, trong giải U.S. Open, 60 tay gôn đứng đầu tiếp tục chơi vòng 3 và 4.
 8. Brown, S. J., W. N. Goetzmann, và S. A. Ross, 1995, "Survival", *Journal of Finance* 50, 853-873.
 9. Một cuộc khảo sát các nhà kinh tế học tài chính tìm thấy mức độ biến động cao trong những ước tính về phần bù vốn cổ phần. Xem Welch, I., 2000, "Views of financial economists on the equity premium and on professional controversies", *Journal of Business* 73, 501-538.
 10. Maenhout, P, 2004, "Robust portfolio rules and asset pricing", *Review of Financial Studies* 17, 951-983.
 11. Benartzi, S., và R. H. Thaler, 1995, "Myopic loss aversion and the equity premium puzzle", *Quarterly Journal of Economics* 110(1), 73-92.
 12. Ví dụ này có trong Benartzi, S., và R. H. Thaler, 1995, "Myopic loss aversion and the equity premium puzzle", *Quarterly Journal of Economics* 110(1), 73-92.
 13. Haigh, M. S., và J. A. List, 2005, "Do professional traders exhibit myopic loss aversion? An experimental analysis", *Journal of Finance* 60(1), 523-534.
 14. Dữ liệu về chỉ số Nasdaq có sẵn tại: <http://finance.yahoo.com> (05/12/2008).
 15. Để biết giải thích chi tiết cho cơn sốt hoa tulip và những trường hợp khác, xem Mackay, C., 1841, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (Bentley, London).
 16. Như trên, p. 91. Florin thường được gọi là guilder.
 17. Đơn vị đo lường sức chứa ngũ cốc tương đương với 80 giã.
 18. Thùng lớn có thể tích tương đương với 252 gallon.
 19. Cách giải thích này được đề xuất trong Shiller, R. J., 2000, *Irrational Exuberance* (Princeton University Press, Princeton, New Jersey), p. 178.
 20. Ví dụ, một bức tranh của Henri Matisse gần đây được bán với giá 33.6 triệu \$, cao hơn rất nhiều so với giá trị ước tính cao nhất của nó là 20 triệu \$. Xem Crow, K., và L. A. E. Schuker,

- "Best of the art blog: Auctions", *Wall Street Journal*, 10/11/2007, p. W2.
21. Giá chứng khoán có thể có những thời kỳ bị định giá thấp. Ví dụ, các nhà đầu tư có thể định giá thấp cổ phiếu khi lạm phát cao. Xem Ritter, J. R., và R. S. Warr, 2002, "The decline of inflation and the bull markets of 1982-1999", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37(1), 29-61.
 22. Xem Shiller, R. J., 1990, *Market Volatility* (MIT Press, Cambridge, Massachusetts); và Shiller, R. J., 2000, *Irrational Exuberance* (Princeton University Press, Princeton, New Jersey); và Website của Shiller tại: <http://www.econ.yale.edu/~shiller> (05/12/2008).
 23. Trong năm 2000, chỉ số Dow đạt đỉnh vào ngày 14/01/2000; chỉ số Nasdaq đạt vào ngày 10/03/2000; và chỉ số S&P 500 đạt vào ngày 24/03/2000.
 24. Shiller, R. J., 2000, *Irrational Exuberance* (Princeton University Press, Princeton, New Jersey).
 25. Xem Schwartz, E. S., và M. Moon, 2000, "Rational pricing of Internet companies", *Financial Analysts Journal* 56(3), 62-75.
 26. Xem <http://icf.som.yale.edu/Confidence.Index/> (05/12/2008).
 27. Smith, V. L., G. L. Suchanek, và A. W. Williams, 1988, "Bubbles, crashes, and endogenous expectations in experimental spot asset markets", *Econometrica* 56(5), 1119-1151.
 28. Phân phối cổ tức này là từ Ackert, L. F., N. Charupat, B. K. Church, và R. Deaves, 2006, "Margin, short selling, and lotteries in experimental asset markets", *Southern Economic Journal* 73(2), 419-436.
 29. Ackert, L. F., và B. K. Church, 2001, "The effects of subject pool and design experience on rationality in experimental asset markets", *Journal of Psychology and Financial Markets* 2(1), 6-28.
 30. Như trên, và Dufwenberg, M., T. Lindqvist, và E. Moore, 2005, "Bubbles and experience: An experiment", *American Economic Review* 95(5), 1731-1737.
 31. Trong một mô hình định giá chứng khoán gần đây, các nhà đầu tư được mô tả bằng lý thuyết triển vọng tích lũy sẽ định giá cao các tài sản mà tỷ suất sinh lợi của chúng lệch phai (giống như tài sản may rủi được mô tả trong chương), khi so với mức giá do lý thuyết kỳ vọng đề xuất. Xem Barberis, N., và M. Huang, 2008, "Stocks as lotteries: The implications of probability

- weighting for security prices”, *American Economic Review* 98(5), 2066-2100.
32. Caginalp, G., D. Porter, và V. Smith, 2001, “Financial bubbles: Excess cash, momentum, and incomplete information”, *Journal of Psychology and Financial Markets* 2(2), 80-99.
33. Lei, V., C. Noussair, và C. Plott, 2001, “Nonspeculative bubbles in experimental asset markets: Lack of common knowledge of rationality vs. actual irrationality”, *Econometrica* 69(4), 831-859.
34. Ackert, L. F., N. Charupat, R. Deaves, và B. D. Kluger, “Probability judgment error and speculation in laboratory asset market bubbles”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
35. Ackert, L. F., N. Charupat, B. K. Church, và R. Deaves, 2006, “Margin, short selling, and lotteries in experimental asset markets”, *Southern Economic Journal* 73(2), 419-436; và Haruvy, E. và C. Noussair, 2006, “The effect of short selling on bubbles and crashes in experimental spots asset markets”, *Journal of Finance* 61(3), 1119-1157.
36. Xem Shiller, R. J., 1984, “Stock prices and social dynamics”, *Brooking Papers on Economic Activity* 2, 457-498.
37. Barberis, N., M. Huang, và T. Santos, 2001, “Prospect theory and asset prices”, *Quarterly Journal of Economics* 116(1), 1-53.
38. Cutler, D. M., J. M. Poterba, và L. H. Summers, 1989, “What moves stock prices?”, *Journal of Portfolio Management* 15(3), 4-12.
39. Shiller, R. J., 1981, “Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?”, *American Economic Review* 71(3), 421-436.
40. Ackert, L. F., và B. F. Smith, 1993, “Stock price volatility, ordinary dividends, and other cash flows to shareholders”, *Journal of Finance* 48(4), 1147-1160. Nghiên cứu này chỉ ra rằng giá chứng khoán không quá biến động khi dòng tiền thuộc về cổ đông được định nghĩa rộng hơn, bao gồm cả phân phối tiền mặt thông qua mua lại cổ phần và tiếp quản.
41. Schwert, G. W., 1990, “Stock volatility and the crash of ‘87”, *Review of Financial Studies* 3(1), 77-102; và Schwert, G. W., 2002, “Stock volatility in the new millennium: How wacky is the Nasdaq?”, *Journal of Monetary Economics* 49(1), 3-26.

42. Để biết cụ thể hơn về chỉ số VIX, xem Whaley, R. E., 2000, “The investor fear gauge”, *Journal of Portfolio Management* 26(3), 12-17.
43. Để hiểu thêm về tác động của việc cho vay tự do và việc không tuân thủ các điều khoản hợp đồng, xem Bajaj, V., và L. Story, 12/02/2008, “Mortgage crisis spreads past subprime loans”, *New York Times*.
44. Để biết thêm về sự gia tăng trong việc tịch biên tài sản, xem Mortgage Bankers Association, 06/12/2007, “Delinquencies and foreclosures increase in latest MBA national delinquency survey”.
45. *Report on Business, Globe and Mail*, 20/09/2008.
46. Gongloff, M., 01/12/2008, “For the VIX, 40 looks like it’s the new 20”, *Wall Street Journal*, C1.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

PHẦN

VI

Chương 15: Những nhà quản lý có lý trí và những nhà đầu tư
thiếu lý trí

Chương 16: Tài chính hành vi trong quản trị doanh nghiệp

NHỮNG NHÀ QUẢN LÝ CÓ LÝ TRÍ VÀ NHỮNG NHÀ ĐẦU TƯ THIẾU LÝ TRÍ

CHƯƠNG

15

15.1 GIỚI THIỆU

Trong bối cảnh tài chính doanh nghiệp, vấn đề của những yếu tố thuộc về hành vi có thể đến từ hai nguyên nhân. Một là, các nhà quản lý, giống như các nhà đầu tư hoặc các chủ thể khác của thị trường tài chính (đã đề cập ở Chương 8 và 10), dường như đôi lúc hành động một cách thiếu lý trí do những hạn chế về nhận thức, tâm lý quá tự tin, và tác động của cảm xúc. Đây sẽ là chủ đề của chương sau. Hai là, đôi khi các nhà quản lý có lý trí lại tận dụng được việc định giá sai của các nhà đầu tư không có lý trí. Đây sẽ là chủ đề của chương này.

Trước khi đi vào nội dung, nên chú ý rằng câu “nhà quản lý lý trí với việc tiếp cận nhà đầu tư thiếu lý trí” được hàm ý như sau: 1) các nhà đầu tư thiếu lý trí tác động đến giá do giới hạn của việc kinh doanh chênh lệch giá, và 2) các nhà quản lý có khả năng phát hiện ra sự định giá sai và họ hành động dựa trên việc định giá sai này. Trong khi chúng ta xem xét đầy đủ các tranh luận có liên quan đối với ý thứ nhất, thì ý thứ hai đòi hỏi phải có một nhận xét.¹ Về mặt hợp lý, bất cân xứng thông tin tồn tại giữa nhà quản lý và nhà đầu tư. Cuối cùng, các nhà quản lý là những người trong nội bộ. Hơn nữa, các nhà quản lý ít bị ràng buộc hơn so với các nhà đầu tư khác. Ví dụ, nếu một nhà đầu tư tin rằng một công ty đang được định giá cao nhưng lại không sở hữu cổ phần của nó, việc hạn chế bán khống có thể thu hẹp các cơ hội của anh ta. Còn một nhà quản lý thì khác, họ có thể phát hành thêm nhiều cổ phần hơn nữa khi thị trường định giá cao cổ phần của công ty họ.

Trong phần 15.2, chúng ta bắt đầu với một mô hình dựa trên kinh nghiệm cho thấy phần lớn những nhà quản lý có lý trí, hoạt động trong

một thế giới với những nhà đầu tư đôi khi thiếu lý trí, sẽ có sự xung đột giữa mục tiêu ngắn và dài hạn, giữa việc tìm kiếm lợi ích cho bản thân và lợi ích cho các cổ đông, và giữa việc tối đa hóa giá trị nội tại và việc phục vụ cho những ưu tiên của các nhà đầu tư thiếu lý trí. Kết quả là các nhà quản lý tối đa hóa giá cả thay vì giá trị, cả trong việc theo đuổi lợi ích riêng cho bản thân cũng như lợi ích cho các cổ đông. Những nhà quản lý tối đa hóa giá cả bằng cách đáp ứng quan điểm và mong muốn của các nhà đầu tư. Trong phần 15.3, một số ví dụ về việc đáp ứng này sẽ được mô tả, như là thay đổi tên công ty để lôi cuốn hơn với các nhà đầu tư, và đáp ứng các ưu tiên trong chi trả cổ tức. Lợi ích dài hạn của các cổ đông có thể được cung cấp thông qua việc phát hành cổ phần khi giá cao (cũng như mua lại khi giá thấp), và tiến hành việc mua lại chứng khoán của những công ty tương đối ít bị định giá cao hơn. Bằng chứng thực nghiệm nhất quán với những xu hướng này sẽ được trình bày. Cuối cùng, trong phần 15.4, chúng ta xem xét những hàm ý về chính sách trong trường hợp các nhà đầu tư thiếu lý trí, khi so sánh với trường hợp các nhà quản lý thiếu lý trí.

15.2 VIỆC ĐỊNH GIÁ SAI VÀ MỤC TIÊU CỦA CÁC NHÀ QUẢN LÝ

MÔ HÌNH TỰ NGHIỆM ĐƠN GIẢN

Malcolm Baker, Richard Ruback, và Jeffrey Wurgler xây dựng một mô hình dựa trên kinh nghiệm mô tả làm thế nào mà các nhà quản lý cân bằng được ba mục tiêu xung đột khi xuất hiện khả năng định giá sai.² Trong mô hình được đơn giản hóa của chúng ta, các nhà quản lý, theo lẽ thường, trước hết đều muốn tối đa hóa hiện giá dòng tiền tương lai đã được tính toán hợp lý. Giá trị cơ bản là:

15.1

$$f(K, d) - K$$

Với K là vốn đầu tư, d là cổ tức, f là hàm sản lượng tiêu chuẩn, lõm và đồng biến với K .³ Để đơn giản, chi phí vốn được chuẩn hóa bằng 1. Cổ tức có thể đưa vào vì nó không trung lập trong hệ thống thuế.

Mục tiêu thứ hai của các nhà quản lý là tối đa hóa giá cổ phần hiện tại so với giá trị. Mục tiêu này có thể được theo đuổi bằng việc thực hiện các hành động khác nhau nhằm phục vụ cho mong muốn của một bộ phận các nhà đầu tư, vốn không có liên quan đến việc gia tăng giá trị (hợp lý). Việc định giá sai tạm thời (giá trừ giá trị) được gọi là δ , trong nghiên cứu

của chúng ta là một hàm của hai đối số giống như f (cộng thêm hai đối số nữa):

15.2

$$\delta(K, d, e, x)$$

K có thể tác động nếu các nhà đầu tư tin rằng vài hình thức đầu tư nào đó (ví dụ, ngành công nghệ thông tin vào những năm 1990) tạo ra nhiều giá trị hơn những gì thực sự xảy ra.⁴ Vì việc đầu tư thiếu căn cứ rõ ràng là rất tốn kém, nên một cách tự nhiên, các nhà quản lý có thể bị xung đột giữa việc tối đa hóa giá trị hợp lý ($f - K$) và việc đáp ứng (tối đa hóa δ). Như đối với cổ tức, sẽ được thảo luận đầy đủ hơn ở phần sau, nếu tồn tại các nhóm nhà đầu tư nào đó có những ưu tiên về cổ tức riêng (ví dụ, kỳ vọng cao, thấp hoặc không chi trả), và nếu hiện tại không có đủ các công ty thỏa mãn mong muốn của các nhóm nhà đầu tư này, việc đáp ứng có thể diễn ra khi công ty thay đổi chính sách chi trả cổ tức của mình. Tranh luận thứ ba, e , là tỷ lệ cổ phần mà các công ty có thể bán hết trong một lần phát hành. Điều này bắt nguồn từ ý tưởng là một đợt phát hành cổ phần được thiết kế để tận dụng việc định giá sai thì có thể tác động đến δ , bởi vì hành động phát hành cổ phần sẽ phần nào điều chỉnh việc định giá sai. Ví dụ, nếu một công ty bị định giá cao, các nhà quản lý bán cổ phần ở mức giá cao, và áp lực bán có thể làm giảm mức độ định giá sai. Cuối cùng, x là một biến chỉ báo sẽ bằng 1 nếu ban quản lý tiến hành một hành động cụ thể được thiết kế nhằm thu hút các nhà đầu tư.⁵ Để đơn giản, chúng ta giả định rằng các hành động này tiêu tốn chi phí không đáng kể. Ví dụ là các thay đổi trong phương pháp kế toán, việc quản lý thu nhập, những thay đổi trong tên công ty (cái cuối cùng sẽ được thảo luận ở phần sau).⁶

Mục tiêu thứ ba của các nhà quản lý là tận dụng việc định giá sai ở hiện tại để làm lợi cho các cổ đông lâu dài hiện hữu. Điều này được thực hiện bằng việc phát hành cổ phần khi nó được định giá cao và mua lại khi nó được định giá thấp.⁷ Việc làm đó hiển nhiên làm lợi cho các cổ đông hiện hữu (và lâu dài) bằng thiệt hại từ các cổ đông mới.⁸ Bằng việc bán đi một phần của công ty, e , cổ đông hiện hữu nhận được:

15.3

$$e\delta(K, e, d, x)$$

Đặt 3 mục tiêu lại với nhau, ta có vấn đề tối ưu hóa như sau:

15.4

$$\max_{K, e, d, x} \lambda [f(K, d) - K + e\delta(K, e, d, x)] + (1-\lambda)\delta(K, e, d, x)$$

Với $0 < \lambda < 1$ là tầm nhìn của nhà quản lý.⁹ Với tầm nhìn ngắn hạn, (λ tiến tới 0), vấn đề còn lại là:

15.5

$$\max_{K,e,d,x} \delta(K, e, d, x)$$

Trong trường hợp này, nhà quản lý chỉ lo đáp ứng trong ngắn hạn và có quan điểm “thu tiền và bỏ chạy”. Hy vọng là với những lý do khác nhau, như là vấn đề về danh tiếng và ký kết hợp đồng sáng suốt, đó là trường hợp bất thường nhất.¹⁰ Mặt khác, với tầm nhìn dài hạn (λ tiến tới 1) vấn đề trên còn lại là:

15.6

$$\max_{K,e,d,x} f(K, d) - K + e\delta(K, e, d, x)$$

Ở đây, các nhà quản lý nhạy cảm với việc đáp ứng chỉ khi nào nó có thể đem lại lợi ích cho các cổ đông hiện tại của công ty khi cổ phần được phát hành hay mua lại, và việc đáp ứng không được đưa vào như là một tranh luận nào khác ngoài kênh này.

ĐẠO HÀM BẬC NHẤT

Điều kiện đạo hàm bậc nhất cho các biến kiểm soát liên tục (K, e, d) như sau:

15.7

$$f_K = 1 - (e + \frac{1-\lambda}{\lambda})\delta_K$$

15.8

$$\delta = -(+ \text{---})\delta$$

15.9

$$-f_d = (e + \frac{1-\lambda}{\lambda})\delta_d$$

Điều kiện 15.7 liên quan đến chính sách đầu tư, 15.8 là chính sách tài trợ, và 15.9 là chính sách cổ tức. Để rõ hơn, điều kiện đầu tiên cho rằng việc đầu tư của doanh nghiệp nên tiếp tục tới điểm mà lợi ích giảm xuống bằng chi phí vốn, phụ thuộc vào bất kỳ lợi ích nào đến từ việc đáp ứng, lợi ích này xuất hiện thông qua khả năng việc đáp ứng sẽ dẫn đến định thời điểm thị trường của hoạt động tài trợ và khi chính việc

đáp ứng là một mục tiêu ngắn hạn. Điều kiện thứ hai liên quan đến hoạt động tài trợ và khả năng của người quản lý chọn thời điểm phát hành chứng khoán. Đây là hai mục tiêu mâu thuẫn nhau. Phát hành cổ phiếu khi chúng được định giá cao là mong muốn từ quan điểm của cổ đông dài hạn, nhưng vì làm như vậy sẽ làm giảm việc định giá sai, điều này lại là không mong muốn từ quan điểm tối đa hóa chênh lệch giá trong ngắn hạn. Việc phát hành cổ phiếu tối ưu cần nhắc hai nhân tố xung đột này. Và cuối cùng, điều kiện thứ ba liên quan đến cổ tức. Vì lý do thuế, tác động của cổ tức lên giá trị thực rõ ràng là bất lợi. Cổ đông phải nộp thuế thu nhập cá nhân đối với cổ tức nhận được. Trong bối cảnh các nhà đầu tư muốn thấy cổ tức thay đổi, các lợi ích từ việc đáp ứng, có được thông qua một nỗ lực chọn thời điểm thị trường và khi chính việc đáp ứng là một mục tiêu, phải được cân nhắc so với khía cạnh làm giảm giá trị của chúng.

Xem xét đối với trường hợp các nhà quản lý có tầm nhìn rất ngắn hạn. Việc đầu tư nên tiếp tục, mà không quan tâm đến NPV thực, đến điểm mà tại đó giá cả (so với giá trị) được đẩy lên càng cao càng tốt.Thêm vào đó, chính sách cổ tức nên phục vụ đầy đủ cho các ưu tiên của nhà đầu tư trong ngắn hạn.¹¹

Đối với biến chỉ báo, x , mức độ định giá sai khi có và không có hành động được đem so sánh. Nếu các điều kiện sau đây được thỏa mãn, nhà quản lý nên tiến hành hành động:

15.10

$$\delta(K, e, d, x = 1) > \delta(K, e, d, x = 0)$$

Thực hiện những lựa chọn như vậy là có lợi từ cả quan điểm đáp ứng trong ngắn hạn và để thực hiện việc phát hành cổ phiếu có lợi cho cổ đông dài hạn.

Sau đây, chúng ta xem xét cụ thể hơn những bằng chứng cho thấy liệu các nhà quản lý có thể tận dụng sự bất hợp lý của nhà đầu tư cho cả lợi ích của cổ đông dài hạn và lợi ích cá nhân của chính họ (ngắn hạn) hay không. Trong phần tiếp theo, chúng ta bắt đầu với một ví dụ khá nổi bật và thú vị của một hành động được thiết kế để tận dụng sự bất hợp lý của nhà đầu tư.

15.3 VÍ DỤ VỀ CÁC HOẠT ĐỘNG QUẢN LÝ TẬN DỤNG VIỆC ĐỊNH GIÁ SAI

THAY ĐỔI TÊN CÔNG TY

Một ví dụ về một chiến lược đáp ứng đơn giản với chi phí không đáng kể là thay đổi tên công ty để nó trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư. Tuy các nhà tiếp thị biết giá trị của một nhãn hiệu sản phẩm phù hợp, ở đây chúng ta trình bày bằng chứng cho thấy các nhà đầu tư có thể cũng bị tác động, bất chấp thực tế là họ thường như đặt cược nhiều hơn và vì vậy nên tư duy rõ ràng hơn người tiêu dùng. Để hiểu tại sao một thay đổi về tên lại có thể gây ra vấn đề, hãy nhớ lại thảo luận của chúng ta về ảnh hưởng tích cực trong Chương 10, khi bằng chứng đã cho thấy một số ngành nào đó tạo ra sự kích thích cảm xúc hấp dẫn hơn so với những ngành khác, và do đó khuyến khích đầu tư vào các ngành này và không đầu tư vào các ngành khác. Trong khi hoạt động thực sự của ngành có thể không phải theo ý của nhà quản lý hiện hành – có lẽ những người sáng lập thực hiện sự lựa chọn này chỉ đơn thuần là vì ảnh hưởng tích cực, và thật khó để thấy các nhà quản lý hiện hành gia nhập vào một ngành hoàn toàn mới chỉ để tạo ra các kích thích cảm xúc – thì tên của công ty tự bản thân nó rõ ràng là theo ý của nhà quản lý hơn.

Michael Cooper, Orlin Dimitrov, và Raghavendra Rau đưa ra vấn đề trong bối cảnh các công ty đã đổi tên thành “dotcom” trong cơn sốt Internet vào cuối những năm 1990. Mẫu của họ bao gồm 147 công ty đã thay đổi tên theo xu hướng này từ tháng 6 năm 1998 đến tháng 7 năm 1998. Thật ngạc nhiên, các doanh nghiệp này đã thấy cổ phần của mình tăng giá (và thường là ngoạn mục), ngay cả khi hoạt động kinh doanh cơ bản của họ có rất ít hoặc không có gì liên quan đến Internet.¹² Một ví dụ nổi bật là Computer Literacy, Inc, đã biện luận rằng việc công ty đổi tên thành fatbrain.com là vì khách hàng gặp khó khăn trong việc ghi nhớ địa chỉ trang Web. Giá cổ phiếu đã tăng 33% một ngày trước công bố, khi tin tức về việc chuyển đổi sắp tới rò rỉ trên các diễn đàn Internet. Bỏ qua giai thoại, các nhà nghiên cứu này thấy rằng tác động dotcom dẫn tới tỷ suất sinh lợi vượt trội tích lũy trung bình là 74% trong khung thời gian 10 ngày khi công bố.

Thậm chí đáng kể hơn, sau khi các công ty theo định hướng Internet bắt đầu nhận thấy sự sụt giảm giá lớn, các công ty này cũng có lợi nhuận bằng việc loại bỏ các tác động tiêu cực liên quan đến một cái tên về Internet.¹³

Giữa tháng 8 năm 2000 và tháng 9 năm 2001, các công ty bỏ tên dotcom của họ đã nhận thấy một hiệu ứng công bố dương vào khoảng 70%.

GIẢI THÍCH CÁC MẪU HÌNH CỔ TỨC

Trong thế giới của thị trường hoàn hảo, việc chi trả cổ tức sẽ không có liên quan đến giá trị doanh nghiệp. Cụ thể hơn, lý thuyết của Modigliani-Miller về cổ tức cho thấy nếu không có thuế, chi phí giao dịch và bất cân xứng thông tin, cố định chính sách đầu tư và tài trợ của một công ty, thì việc chi trả cổ tức của một công ty là không có liên quan - điều đó có nghĩa là, nó sẽ không có tác động đến giá trị doanh nghiệp.¹⁴

Hãy xem xét tại sao như vậy. Giả định rằng, một công ty hiện nay đang chi trả toàn bộ dòng tiền tự do của nó dưới dạng cổ tức, nhưng bây giờ nó đang xem xét việc không chi trả cổ tức nữa.¹⁵ Nếu một nhà đầu tư nào đó thực sự mong đợi tỷ suất cổ tức là 10% trên dòng tiền, giả định công ty vẫn tiếp tục thực hiện các kế hoạch, nhà đầu tư này có thể sử dụng một quá trình được biết đến như là **tự tạo ra cổ tức (home-made dividend)**. Điều này liên quan đến việc bán ra cổ phiếu thay cho nhận cổ tức bằng tiền mặt và sử dụng số tiền thu được để “trả” cho mình một số tiền mặt tương đương với cổ tức trước đó. Ngược lại, nếu một nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu đang chi trả cổ tức nhưng không đòi hỏi dòng tiền mặt, một chương trình tự động tái đầu tư cổ tức sẽ được thực hiện để loại bỏ việc chi trả. Về cơ bản, tách khỏi chi phí giao dịch và thuế, một nhà đầu tư có thể tự “tạo” một tỷ suất cổ tức cho chính mình một cách trơn tru.

Tuy nhiên, vì một số lý do, thực tế thì phức tạp hơn nhiều. Những bất đồng như thuế và chi phí giao dịch vẫn tồn tại. Một phần là do những bất đồng này mà các nhà quản lý cung cấp một sự ổn định cổ tức như các nhà đầu tư mong muốn, và chỉ cắt giảm cổ tức như là một biện pháp cuối cùng.¹⁶

Có bằng chứng cho rằng những nhà quản lý sử dụng cổ tức như là một công cụ để đáp ứng.¹⁷ Để cân nhắc khả năng này, đầu tiên chúng ta hãy xem xét bối cảnh trong đó các mẫu hình chi trả cổ tức đã thay đổi theo thời gian. Eugene Fama and Kenneth French, tập trung vào những công ty trên NYSE, AMEX và NASDAQ từ 1972 đến 1999, ghi nhận rằng phần lớn thời kỳ này tỷ lệ các công ty chi trả cổ tức đã sụt giảm.¹⁸ Năm 1973, 52.8% công ty phi tài chính giao dịch đại chúng chi trả cổ tức. Tỷ lệ này tăng cho đến năm 1978, thời gian này nó đạt mức 66.5%, trước khi giảm

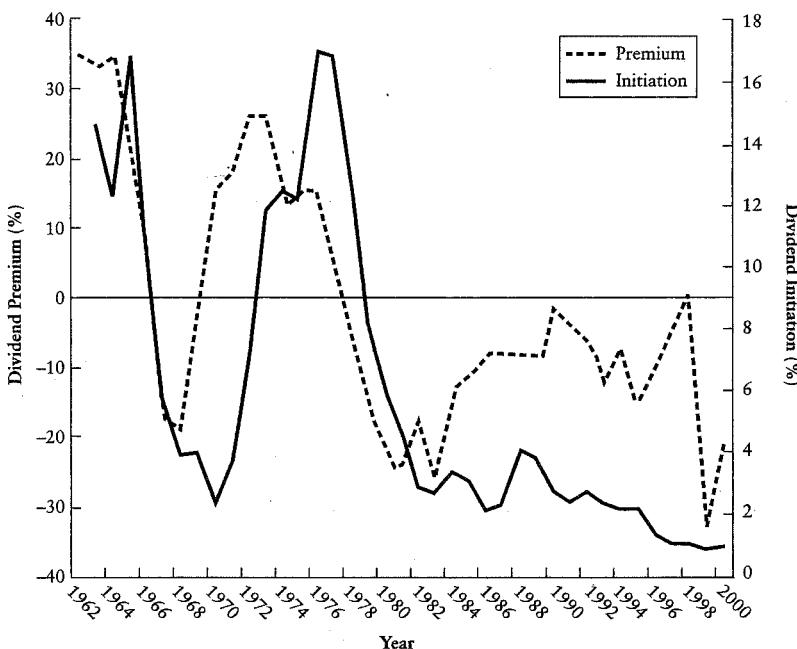
xuống 20.8% vào năm 1999. Một lý do cho việc tỷ lệ phần trăm số lượng công ty chi trả cổ tức có thể thay đổi là do các đặc điểm của các công ty có thể thay đổi, nghiêng về phía các đặc điểm biểu hiện cho việc không chi trả. Thực vậy, Fama và French kết luận điều này giải thích khoảng một nửa cho xu hướng chi trả cổ tức giảm dần. Nhiều công ty lớn hơn và có nhiều lợi nhuận hơn nhưng lại ít cơ hội đầu tư hơn có xu hướng chi trả, và điều này hóa ra lại là có nhiều công ty mới niêm yết quy mô nhỏ hơn và có lợi nhuận ít hơn với một danh sách các cơ hội đầu tư. Ví dụ nhiều công ty mới niêm yết trong những năm 1970 có xu hướng kiểm được lợi nhuận khá (với thu nhập của những công ty mới niêm yết trung bình là 17.8% trên giá trị sổ sách so với con số 13.7% cho tất cả các công ty), trong khi thu nhập của các công ty mới niêm yết trong gian đoạn 1993-1998 trung bình là khoảng 2.1% (so với 11.3% cho tất cả các công ty).

Có một phần không giải thích được, phản ánh một xu hướng giảm chi trả cổ tức trong khi giữ các đặc điểm công ty không đổi, đó là điều thú vị nhất ở đây. Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler đề xuất rằng động cơ đáp ứng là lý giải tốt nhất.¹⁹ Bằng chứng của họ dựa trên sự thay đổi theo thời gian trong **phần bù cổ tức (dividend premium)**. Trong đó họ đại diện phần bù này bằng sự khác biệt trong tỷ số trung bình giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của công ty chi trả cổ tức và không chi trả. Họ điều tra xem liệu chi trả cổ tức lần đầu và bỏ chi trả có liên quan đến sự thay đổi theo thời gian trong phần bù này hay không. Thực vậy, bảng 15.1 đã chỉ ra rằng phần bù cổ tức dự báo được tỷ lệ công ty chi trả cổ tức lần đầu. Khi phần bù cổ tức gia tăng, phản ánh ưu tiên của nhà đầu tư đối với cổ tức gia tăng, thì tỷ lệ công ty chi trả cổ tức lần đầu sẽ gia tăng. Mặt khác, khi phần bù cổ tức giảm, phản ánh ưu tiên của nhà đầu tư đối với cổ tức giảm, tỷ lệ công ty chi trả cổ tức lần đầu sẽ nhanh chóng giảm.

Ngoài ra, những nhà nghiên cứu này đã chỉ ra rằng thật sự có 4 xu hướng riêng biệt gần đây trong việc chi trả cổ tức. Đó là xu hướng gia tăng từ giữa những năm 1960; sau đó là một sự suy giảm đến mức âm trong suốt 1969; tiếp theo một xu hướng dương vào năm 1970 và tiếp tục dương cho đến năm 1977; và cuối cùng được biết đến như **sự biến mất của cổ tức (disappearing dividend)** ở giai đoạn tiếp sau đó. Đáng chú ý, mỗi xu hướng này đều phù hợp với biến động tương ứng trong phần bù cổ tức.²⁰

Bên ngoài, có hai khả năng chính có thể giải thích cho các mẫu hình chi trả cổ tức: 1) các công ty đang cung cấp cho các nhà đầu tư có ưu tiên đối với cổ tức (hoặc không); hay 2) các công ty đang đáp ứng những thay đổi tâm lý của nhà đầu tư đối với cổ tức. Công trình trước đó của Fisher Black và Myron Scholes, lý thuyết định giá quyền chọn nổi tiếng, là phù hợp với khả năng đầu tiên.²¹ Họ tranh luận về sự tồn tại của một nhóm nhà đầu tư ưu thích cổ tức liên quan đến những bất hoàn hảo của thị trường như thuế, chi phí giao dịch và môi trường thuế chế. Điều quan trọng đáng lưu ý là câu chuyện về nhóm khách hàng của họ phù hợp hơn với quan điểm về một thế giới cân bằng với các nhóm khách hàng chưa được thỏa mãn mà đang được đáp ứng khá nhanh bởi các công ty, sau đó sẽ không có động lực nào để thay đổi chính sách cổ tức nữa. Ngược lại, quan điểm của Baker-Wurgler thì nhất quán hơn với một trạng thái mất cân bằng, khi bất kỳ lợi ích nào từ việc thay đổi chính sách dường như tồn tại trong thời gian dài.

Baker và Wurgler cho rằng bằng chứng được giải thích tốt hơn với lý lẽ đáp ứng các ưu tiên của nhà đầu tư thiếu lý trí thay vì lý lẽ cung cấp cho các nhóm khách hàng lý trí. Trước hết, những nhóm khách hàng hợp lý sẽ quan tâm nhiều hơn đến mức độ chi trả cổ tức tổng thể, chứ không phải là tỷ lệ phần trăm các công ty chi trả cổ tức, nhưng phần bù cổ tức không giải thích được mức độ cổ tức tổng hợp. Thứ hai, những thay đổi của thuế tác động đến cổ tức (được đại diện bởi lợi thế tương đối về thuế của cổ tức so với lãi vốn) dường như có tác động rất ít đến phần bù cổ tức. Thứ ba, tuy sự sụt giảm liên tục trong chi phí giao dịch bắt đầu vào giữa năm 1970 là phù hợp với sự sụt giảm trong số lượng công ty chi trả cổ tức (vì ít tổn kém để tự thực hiện), phần bù cổ tức tiếp tục là yếu tố quan trọng nhất của tỷ lệ công ty chi trả cổ tức lần đầu. Thứ tư, mặc dù việc Mỹ thông qua đạo luật bảo đảm lợi ích ưu trí cho nhân viên (ERISA) năm 1974 và việc sửa đổi đạo luật này vào năm 1979 có lẽ ủng hộ cổ tức giai đoạn đầu và sau đó gây ra một sự dịch chuyển ngược lại, nhiều nhất thì yếu tố này dường như chỉ giải thích được một phần cho các sự kiện.

Hình 15.1 Phản bù cổ tức và tỷ lệ công ty chi trả lần đầu

Nguồn: Baker, M., và J. Wurgler, 2004, "Appearing and disappearing dividends", *Journal of Financial Economics* 73, 271 – 288.

Cùng với nhau, những lập luận này dường như bỏ quên tâm lý nhà đầu tư là yếu tố quan trọng nhất. Bằng chứng gợi ý thêm cho việc tâm lý ít nhất là một phần phía sau của phản bù cổ tức là việc chiết khấu trung bình của các quỹ dạng đóng (một đại diện khác cho tâm lý nhà đầu tư) có tương quan với phản bù cổ tức.²³ Một yếu tố khác ủng hộ câu chuyện tâm lý dẫn đến việc định giá sai là phát hiện cho thấy sự gia tăng tỷ lệ chi trả ban đầu dự báo một sự sụt giảm trong tỷ suất sinh lợi trung bình của những công ty chi trả so với những công ty không chi trả (hàm ý rằng việc định giá cao các công ty chi trả dẫn đến một sự gia tăng trong chi trả ban đầu).²⁴

PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU VÀ MUA LẠI

Khi những cổ phiếu được định giá cao, các cổ đông dài hạn hiện hành được hưởng lợi khi ban quản lý phát hành cổ phần. Ngược lại, khi cổ phiếu được định giá thấp, cổ đông đang nắm giữ có lợi khi nhà quản lý mua lại cổ phần. Theo nghĩa này, các nhà quản lý tìm kiếm thời điểm thị trường. Phát hành cổ phiếu cũng có thể bị tác động thông qua một đợt

IPO (trong trường hợp của một công ty tư nhân) hoặc thông qua một đợt SEO (trong trường hợp của một công ty giao dịch đại chúng). Trong khi bằng chứng về khả năng xác định thời điểm thị trường vẫn còn gây tranh cãi, những bằng chứng khảo sát rõ ràng cho thấy các nhà quản lý ít nhất tin rằng họ thường phát hành cổ phiếu để tận dụng việc định giá sai.²⁵

Nhiều bằng chứng từ khắp nơi trên thế giới chỉ ra một mối tương quan (tiền và hậu nghiệm) giữa các thước đo việc định giá sai và phát hành. Ví dụ, ở Ý trong suốt giai đoạn 1982 - 1992, yếu tố chính ảnh hưởng đến một đợt IPO là tỷ số giá trên giá trị sổ sách trung bình của ngành: sự gia tăng một đơn vị trong độ lệch chuẩn của tỷ số giá trên giá trị sổ sách dẫn đến một sự gia tăng 25% trong xác suất của một đợt IPO.²⁶ Mặc dù điều này có thể là do các công ty đó có nhu cầu tài trợ cho những cơ hội đầu tư, nhưng thực tế là sau khi phát hành, cả hoạt động đầu tư và khả năng sinh lợi đều sụt giảm hàm ý rằng việc lựa chọn thời điểm ít nhất cũng đóng một vai trò nào đó.

Thành quả trên thị trường thứ cấp của các đợt IPO chỉ ra cùng một hướng. Một nghiên cứu, sử dụng dữ liệu ở Mỹ từ 1935-1972, ghi nhận tỷ suất sinh lợi 5 năm thấp hơn tỷ suất sinh lợi thị trường 21% - 35%.²⁷ Định thời điểm thị trường trong lĩnh vực này dường như cũng tồn tại ở cấp độ các thị trường quốc gia. Tại Mỹ, tỷ lệ phần trăm vốn cổ phần phát hành trên tổng số tài trợ (nợ và vốn cổ phần) dự báo tỷ suất sinh lợi thị trường, với việc hành cổ phần nhiều trong những năm trước khi thị trường suy yếu.²⁸ Bằng chứng quốc tế cũng giống như vậy, với hoạt động phát hành cao dẫn đến tỷ suất sinh lợi tương lai thấp ở 12 trong số 13 thị trường chính.²⁹

Tương tự với việc mua lại, bằng chứng cũng nhất quán với sự tồn tại của thông tin riêng cho phép các nhà quản lý xác định thời điểm cho hoạt động này nhằm phục vụ cho lợi ích của cổ đông dài hạn. Một nghiên cứu thực nghiệm của 5,111 đợt mua lại từ thị trường chứng khoán Hong Kong cho thấy khả năng xác định thời điểm đáng kể.³⁰ Tuy việc các nhà đầu tư đẩy giá chào mua các công ty sau các đợt mua lại là phù hợp với tính hợp lý, sự phản ứng dưới mức của thị trường đối với việc mua lại cổ phần dẫn đến tỷ suất sinh lợi vượt trội trong dài hạn lại không nhất quán với tính hiệu quả đầy đủ.³¹

Cổ tức và mua lại cổ phần là hai cách hoàn lại tiền cho cổ đông. Bằng chứng khảo sát và thực nghiệm cho thấy rằng các nhà quản lý xem việc mua lại cổ phần như là lựa chọn linh động hơn - các công ty muốn tránh

sự mất ổn định của cổ tức, nhưng lại xem biến động của việc mua lại là chấp nhận được.³² Trong khi vai trò của cổ tức có thể được xem như một cơ chế đáp ứng trong ngắn hạn (như đã được thảo luận trong phần trước), cũng có thể xem xét việc mua lại theo cách này. Mô hình của Richard Fairchil và Ganggang Zhang thực hiện chiến thuật này.³³ Cũng như trong trường hợp cổ tức, việc mua lại được thiết kế cho mục đích đáp ứng sẽ không hiệu quả khi những cơ hội đầu tư sinh lợi đã qua.

SÁP NHẬP VÀ MUA LẠI

Khả năng định giá sai thêm vào một khía cạnh bổ sung cho lý thuyết về sáp nhập và mua lại. Theo lý thuyết chuẩn tắc, nó có ý nghĩa ngay cả đối với các công ty được định giá đúng tiến hành kết hợp khi tồn tại sự hiệp lực, với việc cả hai công ty cùng chia sẻ lợi ích.

Trong mô hình của Robert Andrei Shleifer và Vishny, các công ty mua lại đang bị định giá sai (đặc biệt là định giá quá cao).³⁴ Trong khi sự hiệp lực có thể được thị trường nhận thấy, trong mô hình của họ thực tế là điều này không thực sự tồn tại. Tuy không ai có thể cho rằng điều kiện như vậy luôn luôn đúng, thật thú vị khi lưu ý rằng mô hình này giải thích cho rất nhiều các sự kiện, chẳng hạn như công ty nào mua công ty nào; lựa chọn tiền mặt hay cổ phiếu; kết quả định giá của việc sáp nhập; và các làn sóng sáp nhập.

Giả sử có hai công ty, 0 và 1, có số lượng vốn cổ phần là K và K_1 , có giá trị thị trường là Q và Q_1 trên một đơn vị vốn. Giả sử $Q < Q_1$, tức là, công ty 1 được cao giá hơn. Giả sử trong trường hợp hợp nhất thị trường định giá một đơn vị vốn của công ty kết hợp là S . Trong trường hợp này, tổng giá trị thị trường của công ty kết hợp là $S (K + K_1)$, trong đó S là giá trị thị trường của một đơn vị vốn của công ty kết hợp. Thông thường, thị trường sẽ định giá một đơn vị vốn của công ty kết hợp ở một điểm nào đó nằm giữa Q và Q_1 , do đó, $Q < S < Q_1$.³⁵ Lợi ích ngắn hạn từ việc hợp nhất là:

15.11

$$S. (K + K_1) - K. Q - K_1. Q_1$$

Nếu thị trường định S đủ cao, để biểu thức là dương, thì điều này ám chỉ là thị trường nhận thấy sự hợp lực.³⁶

Bởi vì trong mô hình này sự hợp lực là rõ ràng hơn so với thực tế, nếu chúng ta giả định rằng về lâu dài thị trường cuối cùng “nhận đúng giá trị”, không có lợi ích lâu dài từ việc sáp nhập. Hơn nữa, cả bên mua và nhà quản lý công ty mục tiêu đều biết điều này. Họ cũng biết do định

giá sai, việc định giá trong ngắn hạn sẽ khác với định giá trong dài hạn như thế nào, ngụ ý rằng họ hiểu được sai lệch của thị trường. Mục tiêu của tất cả các nhà quản lý là tối đa hóa tài sản cá nhân phụ thuộc vào các ràng buộc họ phải đối mặt (bao gồm cả tầm nhìn cá nhân). Dựa vào chi phí đại diện và bản chất của hợp đồng khen thưởng, điều này có thể không giống với việc tối đa hóa giá trị cho các cổ đông của họ.

Giá sử giá được đề nghị cho công ty mục tiêu là P , trong đó, một cách hợp lý thì P lớn hơn Q (phần bù cho việc không mua lại) và nhỏ hơn S (mức độ mà tại đó giá sẽ đạt giá trị sáp nhập trên một đơn vị vốn trong ngắn hạn). Rất dễ dàng để thấy rằng cả bên mua và bên mục tiêu có thể đạt được lợi nhuận trong ngắn hạn miễn là nhận thấy có sự hợp lực. Lợi nhuận đạt được ngay trong giá trị ngắn hạn của công ty mục tiêu (ví dụ, công ty 0) là:

15.12

$$(P - Q). K > 0$$

Mặt khác, lợi nhuận đạt được ngay lập tức trong giá trị ngắn hạn của bên mua (tức công ty 1) là:

15.13

$$(S - P) K + (S - Q_1). K_1 > 0$$

Bởi vì vế thứ hai trong công thức 15.13 (hiệu ứng pha loãng) có thể âm nếu P quá gần với S , lúc đó các thay đổi ngắn hạn trong giá trị của bên đi mua thực sự có thể âm.

Có vẻ như trong trường hợp sau sự sáp nhập sẽ không xảy ra, nhưng không nhất thiết phải như vậy. Trong thực tế, bên mua vẫn có thể hứng thú để tiếp tục ngay cả khi cổ đông của họ nhìn thấy một tỷ suất sinh lợi âm trong ngắn hạn. Để xem tại sao, chúng ta cần phải phân biệt giữa việc mua lại bằng tiền mặt và mua lại bằng chứng khoán. Nó chỉ ra rằng ở mức độ nào đó bên mua và công ty mục tiêu có lời hay thua lỗ trong dài hạn phần nào phụ thuộc vào việc phương tiện trao đổi là tiền mặt hay chứng khoán. Nhắc lại rằng trong dài hạn, vốn được định giá đúng (minh họa bằng q trên mỗi đơn vị), bảng dưới đây minh họa những khả năng trong dài hạn:

	Mua lại bằng tiền mặt	Mua lại bằng chứng khoán
Lợi nhuận công ty mục tiêu	$K(P - q)$	$qK(P/S - 1)$
Lợi nhuận bên mua	$K(q - P)$	$qK(1 - P/S)$

Trong trường hợp mua lại bằng tiền mặt, lý do duy nhất cho việc sáp nhập từ quan điểm của bên mua là để thu được tài sản bị định giá thấp. Nhưng các nhà quản lý của các công ty mục tiêu trong trường hợp này, bất kể bất kỳ lợi ích ngắn hạn nào, đã đúng khi cho rằng một thương vụ như vậy không phải vì lợi ích lâu dài của cổ đông. Đây là lý do tại sao thường có sự chống đối lại những vụ tiếp quản như vậy.

Việc mua lại bằng cổ phiếu khá khác biệt. Các cổ đông bên mua đạt được lợi nhuận trong dài hạn nếu $P < S$. Điều này vẫn có thể nhất quán với các cổ đông của công ty mục tiêu nhận được một sự tăng giá dương trong ngắn hạn. Ban quản lý công ty mục tiêu, thậm chí khi họ hiểu rằng các cổ đông của họ sẽ bị thua lỗ trong dài hạn, có thể vẫn tuân theo việc sáp nhập. Có một vài lý do giải thích cho điều này. Đầu tiên, tầm nhìn của họ có thể chỉ trong ngắn hạn. Vì họ lên kế hoạch sẽ rời khỏi công ty trong ngắn hạn, mối quan tâm duy nhất của họ chỉ là trong ngắn hạn. Những nhà quản lý muốn bán hết cổ phần (có thể vì họ đang sắp nghỉ hưu) sẽ phù hợp với điều này. Việc mua lại này cho phép họ rút tiền mặt ra khỏi vốn cổ phần đang được định giá cao.³⁷ Thứ hai, các nhà quản lý của công ty mục tiêu có thể kỳ vọng được trả công cho sự đồng thuận của họ. Điều này có thể dưới hình thức đẩy mạnh việc đáo hạn các quyền chọn cổ phiếu, chi trả tiền thôi việc hào phóng, hoặc duy trì các vị trí quản lý.

Điều thú vị cần lưu ý là mua lại bằng cổ phần có thể thuận lợi cho bên mua ngay cả khi chúng dẫn đến tỷ suất sinh lợi âm trong ngắn hạn và dài hạn. Đối với các nhà quản lý và các cổ đông với quan điểm dài hạn, ngắn hạn là không quan trọng, trong khi tỷ suất sinh lợi dài hạn, thậm chí nếu âm, vẫn còn có thể cao hơn so với những gì có được trong trường hợp không có việc mua lại bởi vì thị trường cuối cùng sẽ đánh giá lại một cách đúng đắn. Việc mua lại bằng cổ phiếu là phần đệm cho sự sụt giảm.

Bằng chứng đương như phù hợp với những dự đoán của mô hình. Tỷ suất sinh lợi trong dài hạn đối với bên mua lại là dương sau việc mua lại bằng tiền mặt, nhưng âm sau việc mua lại bằng cổ phần.³⁸ Bên mua là công ty tăng trưởng (có xu hướng được định giá cao) có nhiều khả năng chi trả bằng cổ phiếu (được định giá cao) hơn so với bên mua là công ty giá trị.³⁹ Làn sóng sát nhập cũng đúng như kỳ vọng.⁴⁰ Chúng có xu hướng tập trung lại xung quanh thời kỳ định giá cao. Cả làn sóng sáp nhập của các tập đoàn vào những năm 1960 cùng với việc sát nhập công nghệ của những năm 1990 đều được dựa trên câu chuyện về sự hợp lực phổ biến: đầu tiên là việc đạt được hiệu quả thông qua việc quản lý tốt

hơn, thứ hai là sự liên kết giữa các bộ phận về mặt công nghệ, đều không liên quan đến phần lớn thành công. Việc mua lại bằng cổ phiếu phổ biến trong cả hai trường hợp, và bên mua lại, khi nhìn lại sự phát triển sau này, thường là đã được định giá quá cao. Mặt khác, sự sáp nhập trong những năm 1980 thường liên quan đến các công ty bị định dưới giá, đã có lợi nhuận (đặc biệt là khi theo sau sự đổ vỡ), và có xu hướng được thực hiện bằng tiền mặt.

15.4 NHÀ QUẢN LÝ THIẾU LÝ TRÍ HAY NHÀ ĐẦU TƯ THIẾU LÝ TRÍ?

Trong chương này, chúng ta đã tập trung vào việc làm thế nào mà nhà quản lý đưa ra quyết định hợp lý khi các nhà đầu tư không hành xử một cách tối ưu. Trong chương sau, chúng ta xem xét những sai lầm mà các quản lý mắc phải do họ bị ảnh hưởng bởi hành vi. Điều quan trọng phải lưu ý rằng hai phương pháp tiếp cận có những hàm ý về mặt chính sách rất khác nhau. Nếu các nhà quản lý đều đưa ra quyết định hợp lý trong một thế giới với các nhà đầu tư thiếu lý trí, họ cần được bảo vệ khỏi những tác động ngắn hạn của thị trường và áp lực không thực tế từ các cổ đông. Mặt khác, nếu các nhà quản lý là đối tượng của những lệch lạc về hành vi và có tác động tiêu cực đến giá trị của cổ đông, các quyết định quản lý phải được xem xét kỹ lưỡng và chặt chẽ bởi chủ sở hữu và những người làm luật lệ.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Có bằng chứng cho thấy phần lớn các nhà quản lý có lý trí đôi khi vốn hóa việc định giá sai của các nhà đầu tư thiếu lý trí.
2. Trong một mô hình, mục tiêu của nhà quản lý bao gồm tối đa hóa giá trị cơ bản, đáp ứng các nhà đầu tư, và lựa chọn thời điểm thị trường.
3. Việc đáp ứng xảy ra khi ban quản lý thực hiện các hành động được thiết kế để thu hút các nhà đầu tư và dẫn đến việc giá cả vượt quá giá trị trong ngắn hạn.
4. Ví dụ cho việc đáp ứng là đổi tên công ty và đáp ứng những ưu tiên trong việc chi trả cổ tức.
5. Để phục vụ cổ đông dài hạn (có lẽ bao gồm cả bản thân), các nhà quản lý thường như cố gắng lựa chọn thời điểm phát hành hay mua lại cổ phần.

6. Một lý thuyết về hành vi của việc sáp nhập loại trừ sự hợp lực đã giải thích được cho nhiều sự kiện. Ví dụ, bên mua lại được định giá cao có xu hướng theo đuổi các công ty mục tiêu được định giá cao (nhưng ít hơn) bằng cổ phiếu.
7. Việc mua lại bằng tiền có ý nghĩa khi tài sản mua lại bị đánh giá thấp. Sự phản đối của ban quản lý công ty mục tiêu trong những trường hợp này phục vụ cho chính lợi ích các cổ đông của họ.

CÂU HỎI THẢO LUÂN

1. Phân biệt các thuật ngữ/khai niệm sau:
 - a. Nhóm khách hàng và việc đáp ứng
 - b. Chi trả cổ tức và cổ tức tự tạo
 - c. Cảm tính nhà đầu tư và sự bất hợp lý
 - d. Sự hợp nhất và kết quả định giá của việc sáp nhập
2. Một trong những kết luận của John Lintner trong nghiên cứu kinh điển của ông về về chính sách cổ tức đó là các nhà quản lý dương như không thay đổi chính sách cổ tức để đáp ứng yêu cầu vốn cho việc đầu tư mới (Lintner, J., 1956, "Distributions of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes", *American Economic Review* 46, 97-113). Hãy xem xét phát hiện này dựa trên các thảo luận của chương này.
3. Bạn làm việc cho công ty Toxic Waste, với các bằng chứng cho thấy thị trường có thể phản ứng tốt với sự thay đổi tên công ty, đề xuất một tên công ty mới đến giám đốc điều hành, và giải thích lý do tại sao bạn nghĩ rằng nó có thể tác động tích cực đến giá cổ phiếu.
4. Giả sử một hoạt động đầu tư cụ thể được ban quản lý tin rằng đó là một dự án NPV âm, nhưng nhiều cổ đông lại nghĩ khác, giữ quan điểm cho rằng các hoạt động đầu tư loại này tạo ra giá trị. Cần phải làm gì? Thảo luận trong bối cảnh của mô hình tự nghiệm được trình bày trong chương này.
5. Một công ty có 1,000,000 cổ phiếu giao dịch ở mức \$15/cổ phần. Những nhà quản lý tin rằng tỷ lệ chiết khấu thích hợp cho các rủi ro phát sinh là 15% và dòng tiền tổng thể, dự kiến là \$1 triệu trong năm tới, sẽ tăng 5%/năm cho tới vĩnh viễn. Thảo luận một chiến lược có lợi cho các cổ đông hiện tại.

CHÚ THÍCH

1. Xem Baker, M., R. S. Ruback, và J. Wurgler, 2004, "Behavioral corporate finance: A survey", Working paper.
2. Mô hình này đòi hỏi nhiều sự đơn giản hóa khác nhau. Xem Baker, M., R. S. Ruback, và J. Wurgler, 2004, "Behavioral corporate finance: A survey", Working paper. Nghiên cứu tổng quan bài nghiên cứu này sẽ thuận tiện rất nhiều khi tìm hiểu phần này (và cả chương).
3. Sản lượng là một hàm của chứng khoán vốn, vì thế, về mặt kỹ thuật, K nên được xem là những thay đổi trong chứng khoán vốn.
4. Chirinko, R. S., và H. Schaller, 2001, "Business fixed investment and 'bubbles': The Japanese case", *American Economic Review* 91, 663-680.
5. Do có thể tiến hành nhiều hành động như vậy nên x nên được xem là một vector các hành động có tiềm năng.
6. Thực sự, những hành động như vậy có thể tốn kém theo nghĩa là chúng tác động đến sự tín nhiệm trong dài hạn của ban quản trị và công ty. Tuy nhiên, chúng ta sẽ không đề cập đến vấn đề này.
7. Tranh luận tương tự cũng đúng đối với việc phát hành nợ được định giá cao. Bởi vì mức độ định giá cao có thể ít nghiêm trọng hơn đối với nợ nên chúng ta tập trung vào vốn cổ phần.
8. Những người nắm giữ các cổ phần bị định giá cao có thể đạt được lợi ích cá nhân bằng cách bán các cổ phần bất cứ khi nào. Lợi thế của hành động phát hành cổ phần khi chúng được định giá cao đó là hành động này chốt lời cho các cổ đông hiện tại.
9. Theo logic, tầm nhìn sẽ là hàm số của các nhân tố như tuổi tác và bản chất của các hợp đồng thù lao.
10. Tất nhiên danh tiếng rất quan trọng bởi vì các nhà quản lý mong muốn duy trì vị thế trong thị trường lao động. Danh tiếng đặc biệt quan trọng với những người đang khởi đầu hay ở điểm giữa sự nghiệp.
11. Như đối với e, các nhà quản lý sẽ không mua lại cổ phần để gia tăng việc định giá sai bởi vì tác động này có thể rất nhỏ.
12. Cooper, M., O. Dimitrov, và P. R. Rau, 2001, "A Rose.com by any other name", *Journal of Finance* 56, 2371-2388.
13. Cooper, M. J., A. Khorana, I. Osobov, A. Patel, và P. R. Rau, 2004, "Managerial actions in response to a market downturn:

- Valuation effects of name changes in the dot.com decline”, *Journal of Corporate Finance*.
 Chú ý rằng một vài công ty là “xuôi chiều gió” (double dipper), nghĩa là các công ty này đổi tên thành dot com khi thuận lợi và đổi tên dot com khi bất lợi.
14. “Các thị trường hoàn hảo đòi hỏi những giả định như không có thuế, chi phí giao dịch, hay bất cân xứng thông tin. Để biết chứng minh cho định đế này, xem Miller, M. H., và F. Modigliani, 1961, “Dividend policy, growth, and the valuation of shares”, *Journal of Business* 34(4), 411-433.
15. Bởi vì tiền mặt phải chi vào đâu đó và chúng ta giả định rằng không có thay đổi trong chính sách đầu tư (nên lưu ý rằng việc nắm giữ tiền mặt, cho dù là chỉ để mua các chứng khoán ngắn hạn, cũng nhất thiết tạo ra đầu tư), do đó tiền mặt sẵn có phải được dùng để mua lại các cổ phần.
16. Xem mô hình cổ điển trong Lintner, J., 1956, “Distributions of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes”, *American Economic Review* 46, 97-113, và những bằng chứng gần đây trong Brav, A., J. Graham, C. R. Harvey, và R. Michaely, 2005, “Payout policy in the 21st century”, *Journal of Financial Economics* 77, 483-527.
17. Xem Baker, M., và J. Wurgler, 2004, “Appearing and disappearing dividends”, *Journal of Financial Economics* 73, 271-288; và Baker, M., và J. Wurgler, 2004, “A catering theory of dividends”, *Journal of Finance* 59, 1125-1166.
18. Fama, E. F., và K. R. French, 2001, “Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?”, *Journal of Financial Economics* 60, 3-43.
19. Baker, M., và J. Wurgler, 2004, “A catering theory of dividends”, *Journal of Finance* 59, 1125-1166.
20. Mỗi tương quan có thời điểm không tồn tại có thể quy kết cho nhiệm kỳ của Nixon.
21. Black, F., và M. S. Scholes, 1974, “The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns”, *Journal of Financial Economics* 1, 1-22.
22. Một nhân tố có thể chi phối sự ưu thích dựa trên cảm tính đối với cổ tức đó là đối với các nhà đầu tư, mong muốn có một quy tắc áp đặt (“bảo toàn vốn bằng cách chỉ tiêu dùng các dòng tiền”) có thể thay đổi theo thời

- gian. Xem Shefrin, H. M., và M. Statman, 1984, "Explaining investor preference for cash dividends", *Journal of Financial Economics* 13, 253-282.
23. Xem Baker, M., và J. Wurgler, 2004, "A catering theory of dividends", *Journal of Finance* 59, 1125-1166. Các quỹ đầu tư dạng đóng phát hành một số lượng cố định các cổ phần và sau đó chúng được giao dịch trên sàn giao dịch. Các nhà đầu tư đóng vị thế bằng cách bán cổ phần của mình, thay vì đóng vị thế tại giá trị tài sản ròng như đối với một quỹ mở. Các quỹ đóng thường giao dịch tại mức giá lệch khỏi giá trị tài sản cơ sở, và sự khác biệt này cung cấp một thước đo cho cảm tính nhà đầu tư và được gọi là chiết khấu của quỹ. Xem Lee, C. M. C., A. Shleifer, và R. H. Thaler, 1991, "Investor sentiment and the closed-end fund puzzle", *Journal of Finance* 46(1), 75-109.
24. Như trên.
25. Để biết về bằng chứng khảo sát về hành vi quản lý, xem Graham, J. R., và C. R. Harvey, 2001, "The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field", *Journal of Financial Economics* 60, 187-243. Để biết về bằng chứng cho thấy các nhà quản lý chủ động nỗ lực định thời điểm thị trường khi ra quyết định của công ty cũng như cho chính danh mục của họ, xem Jeter, D., 2005, "Market timing and managerial portfolio decisions", *Journal of Finance* 60(4), 1903-1949. Ngoài ra, để biết về bằng chứng cho thấy các nhà quản lý sử dụng tài trợ vốn cổ phần từ bên ngoài khi chi phí sử dụng vốn cổ phần thấp, xem Huang, R., và J. R. Ritter, "Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
26. Pagano, M., F. Panetta, và L. Zingales, 1998, "Why do companies go public? An empirical analysis", *Journal of Finance* 53, 27-64.
27. Gompers, P. A., và J. Lerner, 2003, "The really long-run performance of initial public offerings: The pre-Nasdaq evidence", *Journal of Finance* 58, 1355-1392.
28. Baker, M., và J. Wurgler, 2000, "The equity share in new issues and aggregate stock returns", *Journal of Finance* 55, 2219-2257.
29. Henderson, B. J., N. Jegadeesh, và M. S. Weisbach, 2003, "World markets for raising new capital", Working paper.
30. Brockman, P., và D. Y. Chung, 2001, "Managerial timing and

- corporate liquidity: Evidence from actual share repurchases”, *Journal of Financial Economics* 61, 417-448.
31. Ikenberry, D., J. Lakonishok, và T. Vermaelen, 1995, “Market underreaction to open market share repurchases”, *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.
32. Xem Graham, J. R., và C. R. Harvey, 2001, “The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field”, *Journal of Financial Economics* 60, 187-243.
33. Fairchild, R., và G. Zhang, 2005, “Repurchase and dividend catering, managerial myopia, and long-run value destruction”, Working paper.
34. Shleifer, A., và R. W. Vishny, 2003, “Stock market driven acquisitions”, *Journal of Financial Economics* 70, 295-311.
35. Shleifer và Vishny lưu ý rằng có thể $S > Q_1$ trong một thị trường “phấn khích”. Mặc dù có thể $Q > S$, nhưng một thương vụ hợp nhất sẽ không khả thi trong điều kiện này.
36. Xem Shleifer, A., và R. W. Vishny, 2003, “Stock market driven acquisitions”, *Journal of Financial Economics* 70, 295-311.
37. Lợi ích tương tự sẽ không xuất hiện khi mua lại bằng tiền mặt các tài sản bị định giá thấp.
38. Rau, P. R., và T. Vermaelen, 1998, “Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms”, *Journal of Financial Economics* 49, 223-253.
39. Như trên.
40. Xem Shleifer, A., và R. W. Vishny, 2003, “Stock market driven acquisitions”, *Journal of Financial Economics* 70, 295-311.

TÀI CHÍNH HÀNH VI TRONG QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP

CHƯƠNG

16

16.1 GIỚI THIỆU

Sự hấp dẫn trước tiên của các lý giải hành vi cho các quyết định tài chính ban đầu chủ yếu nằm ở lĩnh vực ra quyết định lựa chọn của nhà đầu tư. Về sau, người ta bắt đầu chú ý nhiều hơn đến các quyết định dưới mức tối ưu của các nhà quản lý công ty và người chủ doanh nghiệp.¹ Trọng tâm là tác động của tâm lý quá tự tin đến các quyết định của các cá nhân này.² Trong phần tiếp theo, chúng ta bắt đầu với những sai lầm có thể có trong tiến trình hoạch định ngân sách vốn do những tác động của nhận thức và cảm xúc. Tiếp đó, trong phần 16.3, sau khi trích dẫn vài bằng chứng cho thấy các nhà quản lý khác biệt so với các cá nhân còn lại về tâm lý quá tự tin, chúng ta trở lại với các hệ quả. Nhiều nghiên cứu tập trung vào các tác động của tâm lý quá tự tin lên các dạng đầu tư khác nhau. Trong phần 16.4, chúng ta sẽ tập trung vào hiện tượng đầu tư quá mức, độ nhạy cảm đầu tư đối với dòng tiền, hoạt động sáp nhập và thâu tóm (M&A), và khởi nghiệp.³ Cuối cùng, chúng ta xem xét một cách ngắn gọn liệu tâm lý quá tự tin trong quản lý có đóng vai trò tích cực hay không.

16.2 HOẠCH ĐỊNH NGÂN SÁCH VỐN: ĐƠN GIẢN HÓA TIỀN TRÌNH, SỰ E NGẠI RỦI RO VÀ ẢNH HƯỞNG

Những sai lầm về hành vi có thể tác động đến các quyết định hoạch định ngân sách vốn. Cụ thể là, chúng ta xem xét việc các nhà quản lý vẫn sử dụng phổ biến chỉ tiêu hoàn vốn (rõ ràng kém hơn hẳn) làm một kỹ thuật để lựa chọn dự án, xu hướng lãng phí tiền (chi phí chìm), và khuynh

hướng để các thông tin không liên quan ảnh hưởng đến việc chấp nhận dự án.

HOÀN VỐN VÀ VIỆC ĐƠN GIẢN HÓA TIỀN TRÌNH HOẠCH ĐỊNH

Lý thuyết tài chính truyền thống chứng minh rằng, khi được áp dụng đúng, hiện giá thuần (NPV) là quy tắc ra quyết định tối ưu đối với những mục tiêu của hoạch định ngân sách vốn.⁴ Nhưng vẫn có một số khảo sát chỉ ra rằng các nhà quản lý thường sử dụng các kỹ thuật dưới mức lý tưởng, như là tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR) và, thậm chí tệ hơn là chỉ tiêu hoàn vốn.⁵ Có ý kiến cho rằng một nguyên nhân dẫn đến sự tồn tại lâu bền của các quy tắc trên đó là nó dễ dàng xử lý và nổi bật hơn.⁶ Mong muốn lấy tiền về nhanh chóng (như được phản ánh trong chỉ tiêu hoàn vốn) là rõ ràng ngay cả đối với những người quan sát không thông thạo nhất, mặc dù nhiều người không nhận ra rằng bất kỳ thước đo hoàn vốn nào cũng có thể chỉ là do tùy ý. Một cái gì đó ít trực giác hơn là chỉ tiêu IRR, nhưng một sự so sánh giữa tỷ suất sinh lợi ước tính của dự án và chi phí sử dụng vốn của nó vẫn còn khá hấp dẫn. NPV, vốn là một chỉ tiêu về giá trị, có lẽ là một khái niệm khó nắm bắt hơn. Vì vậy có thể tâm lý đang đóng một vai trò nào đó ở điểm yếu trong việc lựa chọn các kỹ thuật hoạch định ngân sách vốn.

CHO PHÉP CHI PHÍ CHÌM ẢNH HƯỚNG ĐỀN QUYẾT ĐỊNH TỪ BỎ

Do sự e ngại thua lỗ, con người sẽ thực hiện các bước để né tránh việc “ghi nhận” một sự thua lỗ. Các nhà quản lý cũng không khác biệt. Chẳng hạn, có những bằng chứng cho thấy các công bố thu nhập âm là rất hiếm.⁷ Điều này xảy ra có thể là do việc “quản lý né tránh”⁸

Lệch lạc tính toán bất hợp lý để xuất rằng nếu một tài khoản có thể được giữ ở trạng thái mở với hi vọng cuối cùng sẽ thu hồi lại được thì điều này sẽ thường được thực hiện. Trong phạm vi hoạch định ngân sách vốn, giả định một hoạt động đầu tư ban đầu không diễn ra như dự tính. Hành động hoạch định ngân sách đúng đắn là đánh giá qua từng thời kỳ khả năng tiếp tục của những đầu tư hiện tại, thậm chí bắt đầu từ bỏ khi đó là một chuỗi hành động gia tăng giá trị. Tuy nhiên, vẫn đề đối với việc từ bỏ đó là nó buộc phải có sự nhận thức về một sai lầm hậu nghiệm.⁹ Nhưng do sự e ngại thua lỗ, có thể xảy ra việc các nhà quản lý cố bám riết một cách điên rồ, lãng phí tiền nhiều hơn.

Các thị trường đường như nhạy cảm với vấn đề này. Một nghiên cứu chỉ ra rằng các công bố kết thúc dự án thì thường được coi là tốt.¹⁰ Một ví dụ nổi tiếng về một công ty cổ bám riết là Lockheed (công ty mà cuối cùng chính phủ đã phải mua lại) và dự án máy bay L-1011 của nó. Khi công ty cuối cùng phải công bố việc hủy bỏ dự án, thị trường đã đẩy giá cổ phiếu của nó lên 18%.

Trách nhiệm cá nhân cao trong quyết định đầu tư ban đầu gia tăng sự chống lại việc từ bỏ dự án.¹¹ Điều này đường như là do cảm giác hối tiếc lớn hơn bởi việc “thừa nhận thất bại” của nhà quản lý, khi đem so sánh với cảm giác cát lỗ và trở lại bình thường của một nhà quản lý mới, vốn không có cùng mức độ gắn kết về cảm xúc đối với dự án. Việc tiếp quản có thể dễ dàng tạo ra suy nghĩ tươi mới như vậy.¹²

CHO PHÉP CÁC ẢNH HƯỞNG TÁC ĐỘNG ĐẾN CÁC LỰA CHỌN

Các tác động tâm lý có thể ảnh hưởng đến quyết định hoạch định ngân sách vốn hay không? Bởi vì cảm xúc đóng vai trò trong nhiều lĩnh vực khác nhau, sẽ không mấy ngạc nhiên khi thấy nó có ảnh hưởng cả trong tài chính. Việc tìm được bằng chứng trực tiếp là chuyện hoang đường, bởi vì hoàn toàn không có cách thức rõ ràng để xác định trạng thái cảm xúc của một nhà quản lý.¹³

Bất chấp một vài giới hạn, những nghiên cứu thí nghiệm có thể hữu dụng trong việc lấp đầy những khoảng trống. Thomas Kida, Kimberley Moreno, và James Smith đã thực hiện điều này.¹⁴ Tổng số 114 nhà quản lý (hoặc các cá nhân với trách nhiệm tương tự) là đối tượng nghiên cứu. Họ được nghe trình bày về một trong năm trường hợp mà họ phải lựa chọn giữa hai cơ hội đầu tư nội bộ. Trong bốn trường hợp, sự lựa chọn là giữa một cơ hội với NPV cao hơn và được mô tả là sẽ gây ra một hiệu ứng tiêu cực, và một cơ hội thứ hai với một mức NPV thấp hơn nhưng được mô tả là ở mức trung lập.

Trong một ví dụ, ở kịch bản 1, những người tham gia được cho biết họ là trưởng các bộ phận quyết định việc đầu tư hai sản phẩm, mỗi dự án yêu cầu phải làm việc với một bộ phận tương đương khác được điều hành bởi hai nhà quản lý khác nhau. Trong khi mô tả chỉ rõ rằng cả hai nhà quản lý đều có tiếng tăm về thành tích, trong một trường hợp nhà quản lý trong câu hỏi được mô tả là ngạo mạn và hạ cố trong việc tương tác với người khác. Mặc dù vậy, thông tin tài chính được cung cấp chỉ ra rằng dự án này, nếu làm với cá nhân này, sẽ tạo ra một dòng tiền dẫn

đến NPV cao hơn dự án còn lại. Ba kịch bản có hiệu ứng tiêu cực khác cũng tương tự khi suy luận ra một tâm trạng hoặc cảm xúc xấu. Trường hợp cuối cùng có một mô tả trung lập đi kèm với cả hai dự án đầu tư.

Bảng 16.1 cho thấy điều gì xảy ra. Trong khi phần lớn những người tham gia ở trường hợp cuối cùng lựa chọn dự án có tỷ suất sinh lợi cao hơn, trong cả bốn trường hợp tiêu cực, điều ngược lại đã xảy ra: những tình huống liên quan đến ảnh hưởng tiêu cực bị né tránh đến mức chấp nhận sự sụt giảm về giá trị.

Bảng 16.1 | Các lựa chọn hoạch định ngân sách vốn trong một thí nghiệm

Kịch bản thí nghiệm	Lựa chọn có ảnh hưởng tiêu cực	Lựa chọn trung hòa
Kịch bản 1		
Số người	6	21
Phần trăm	22.2%	77.8%
Kịch bản 2		
Số người	2	15
Phần trăm	11.8%	88.2%
Kịch bản 3		
Số người	6	28
Phần trăm	17.6%	82.4%
Kịch bản 4		
Số người	3	12
Phần trăm	20%	80%
Nhóm kiểm soát		
Số người	16	5
Phần trăm	76.2%	23.8%

Nguồn: Kida, T. E., K. K. Moreno, và J. F. Smith, 2001, "The influence of affect on managers' capital-budgeting decisions", *Contemporary Accounting Research* Volume 18 Issue (3), 477 – 494.

16.3 TÂM LÝ QUÁ TỰ TIN TRONG QUẢN LÝ

Sẽ rất ngạc nhiên nếu các nhà quản lý của công ty khác biệt đáng kể với các cá nhân còn lại về mặt quá tự tin. Thực sự là, có bằng chứng phong

phú cho thấy các nhà quản lý, giống với những nhà đầu tư, cũng quá đổi tự tin. Một nghiên cứu tìm thấy rằng các nhà quản lý có xu hướng dự đoán thành quả trong hoạt động của họ tốt hơn so với thực tế xảy ra.¹⁵ Lạc quan quá mức trong việc dự đoán chi phí của dự án trở thành đặc tính.¹⁶ Khi các CFO dự đoán sự dịch chuyển của thị trường, chỉ có 40% kết quả đúng rơi vào khoảng tin cậy 80%.¹⁷

Tiến trình lựa chọn và kiểm soát đối với CEO cũng có thể tưởng thưởng và khuyến khích tâm lý quá tự tin.¹⁸ Vì một lý do, các CEO là những người “chiến thắng vòng đấu”, và thường những người chiến thắng chỉ trở thành những người chiến thắng bởi vì họ biết nắm bắt cơ hội. Bên cạnh đó, có tranh luận cho rằng ban quản lý công ty thông thường sẽ làm trầm trọng thêm xu hướng này. Có hai áp lực ở đây. Trước hết, chế độ thù lao cho nhà quản lý hào phóng (thường chỉ có tương quan yếu với thành quả của công ty) báo hiệu thành công. Tâm lý tự tin nhiều hơn có thể liên quan đến lách lạc tự quy kết. Thứ hai, xu hướng đối với hội đồng quản trị là tôn trọng quá mức và đối với nhà đầu tư là sử dụng “quy tắc Phố Wall” (bán cổ phần nếu không hài lòng với ban quản lý) cũng đóng vai trò trong tâm lý tự tin thái quá trong quản lý.

Vô số hành vi quản lý khác nhau được quy kết là do sự tự tin thái quá. Ví dụ, nghiên cứu chỉ ra rằng các nhà quản lý quá tự tin có xu hướng bỏ qua những mục tiêu về thu nhập trong những dự báo tự ý, và vì vậy, thể hiện khuynh hướng quản lý thu nhập lớn hơn.¹⁹ Trong phần tiếp theo, chúng ta trở lại với tác động của tâm lý quá tự tin lên hành vi đầu tư.

16.4 HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ VÀ TÂM LÝ QUÁ TỰ TIN ĐẦU TƯ QUÁ MỨC

Itzhak Ben-David, John Graham, và Campbell Harvey sử dụng một khảo sát các CFO hàng quý trên phạm vi rộng qua 6 năm, trong đó hỏi về khoảng tin cậy 90% đối với tỷ suất sinh lợi thị trường một năm tới và cho 10 năm tới, cũng như mức độ lạc quan của người được hỏi đối với nền kinh tế và triển vọng đối với chính công ty của họ.²⁰ Thuận lợi của cuộc khảo sát này đó là nó đưa ra hai thước đo tách biệt về tâm lý quá tự tin: một dựa trên sự ước lượng sai (được gọi là quá tự tin) và một thước đo khác dựa trên sự lạc quan thái quá. Sau đó, những nhà nghiên cứu thu thập dữ liệu về công ty mà các CFO này đang làm việc để có thể thiết lập tương quan giữa các thước đo tâm lý quá tự tin với các hành vi ở cấp độ

công ty. Tuy các CFO không ra quyết định một cách đơn phương, vẫn hợp lý khi tin rằng họ sẽ có tiếng nói đáng kể trong các quyết định tài chính. Có thể kết luận rằng các nhà quản lý quá tự tin đầu tư nhiều hơn. Trong phần tiếp theo, bằng chứng thể hiện rằng chiến lược đầu tư của các nhà quản lý quá tự tin có thể dưới mức tối ưu.

ĐỘ NHẠY CẢM ĐẦU TƯ ĐÔI VỚI DÒNG TIỀN

Về mặt thực nghiệm cho thấy một mối tương quan dương giữa việc đầu tư và dòng tiền của công ty.²¹ Trong điều kiện thị trường hoàn hảo và hiệu quả, điều này sẽ không được quan sát thấy. Nếu một dự án có NPV dương được xác định, hoạt động đầu tư sẽ tiến hành cho dù nguồn vốn nội bộ sẵn có hay không.

Có hai giải thích truyền thống cho việc bóp méo đầu tư như vậy. Giải thích đầu tiên đề xuất rằng sự xung đột tiềm ẩn giữa lợi ích của ban quản lý và của cổ đông dẫn đến việc đầu tư quá mức khi tiền mặt tự do sẵn có, bởi vì các nhà quản lý ưa thích việc xây dựng để chế và cung cấp cho họ những đặc quyền.²² Thứ hai, một quan điểm bất cân xứng thông tin ngụ ý rằng các nhà quản lý của công ty, hành động vì lợi ích tốt nhất của các cổ đông và chú ý thấy rằng cổ phiếu công ty đang bị định giá thấp, sẽ không phát hành cổ phần mới để thực hiện các dự án đầu tư.²³ Trong cả hai trường hợp, hoạt động đầu tư và dòng tiền sẽ có tương quan thuận.

Một “câu chuyện” quá tự tin cũng hàm ý cho phát hiện của Ulrike Malmendier và Geoffrey Tate.²⁴ Các nhà quản lý lạc quan quá mức thường đánh giá quá cao tỷ suất sinh lợi của các dự án đầu tư. Do đó, nếu họ có nguồn quỹ nội bộ dư thừa, họ sẽ có xu hướng đầu tư quá mức. Tuy nhiên, nếu họ thiếu nguồn nội bộ và nhận thức rằng thị trường đang đánh giá thấp cổ phiếu của công ty, họ sẽ không đầu tư. Vì vậy, lạc quan quá mức có thể giải thích cho mối quan hệ giữa dòng tiền-hoạt động đầu tư. Malmendier và Tate, sử dụng dữ liệu sẵn có, đã khám phá thấy khả năng này. Dĩ nhiên, khó khăn là mức độ quá tự tin của người đại diện không thể quan sát trên thực tế. Vì vậy, chúng phải được suy luận ra. Chẳng hạn, Barber và Odean từng sử dụng hoạt động giao dịch để làm đại diện cho tâm lý quá tự tin.²⁵

Malmendier và Tate đã tạo ra các biến đại diện hợp lý cho tâm lý quá tự tin. Họ tranh luận rằng các nhà quản lý quá tự tin, nghĩ rằng công ty sẽ hoạt động tốt trong tương lai, và vui vẻ chấp nhận rủi ro đặc thù của chính công ty thậm chí khi những lợi ích của việc đa dạng hóa là sẵn có.

Các CEO thường nhận được thù lao là các cổ phần và quyền chọn. Điều này được thực hiện nhằm đồng nhất lợi ích của cổ đông và nhà quản lý. Mặc dù có những giới hạn như thời điểm quyền chọn có thể đáo hạn, một lúc nào đó, các nhà quản lý sẽ có khả năng đáo hạn chúng. Một thước đo tâm lý quá tự tin mà những nhà nghiên cứu này sử dụng là xu hướng nắm giữ tùy ý một số lượng lớn các quyền chọn trong giá (in-the-money) (từ quan điểm lợi ích của việc đa dạng hóa là nên được thực hiện để tối ưu hóa, nhưng họ vẫn tiếp tục nắm giữ).²⁶

Bảng 16.2 | Hồi quy hoạt động đầu tư theo dòng tiền và tâm lý quá tự tin

Hệ số hồi quy và thống kê t		
Biến độc lập	Hồi quy (1)	Hồi quy (2)
Dòng tiền	0.6419 (7.19)	0.6729 (7.56)
Q	0.0635 (6.54)	0.0656 (6.79)
Tâm lý quá tự tin	-	-0.0351 (1.35)
Tâm lý quá tự tin*dòng tiền	-	0.1648 (3.39)
R ²	0.56	0.56

Nguồn: Malmendier, U., và G. Tate, 2005, "CEO overconfidence and corporate investment", *Journal of Finance* 60, 2662 – 2700.

Những kết quả thực nghiệm nhất quán với dự đoán của những nhà nghiên cứu này. Bảng 16.2 cung cấp một vài kết quả hồi quy chính cho thấy điều này.²⁷ Đầu tư ở mức độ công ty được hồi quy theo những biến sau: dòng tiền; giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tài sản, hay chỉ số Q của Tobin (một thước đo thành quả chuẩn); tâm lý quá tự tin (được đại diện bởi xu hướng nắm giữ những quyền chọn lâu hơn mức tối ưu); và sự tương tác của tâm lý này và dòng tiền. Phương trình hồi quy đầu tiên loại trừ biến quá tự tin và sự tương tác của nó. Như nghiên cứu trước đã chỉ ra, hoạt động đầu tư gia tăng với dòng tiền và chỉ số Q của Tobin.²⁸ Mô hình hồi quy thứ hai kết hợp tâm lý quá tự tin và sự tương tác của tâm lý quá tự tin và dòng tiền. Cụ thể là, hệ số hồi quy của dòng tiền cung cấp độ nhạy cảm của hoạt động đầu tư đối với dòng tiền, và con số này cộng với hệ số hồi quy về sự tương tác cung cấp độ nhạy cảm tương đương đối với các nhà quản lý quá tự tin. Bởi vì hệ số hồi quy của sự tương tác là dương một cách có ý nghĩa, rõ ràng là độ nhạy cảm của hoạt động đầu tư đối với dòng tiền cao hơn đối với những nhà quản lý quá tự tin. Điều này

nhất quán với giả thuyết rằng các nhà quản lý quá tự tin, bất chấp những gì đã được đề xuất trong lý thuyết, sẽ bị ảnh hưởng bởi dòng tiền nhiều hơn so với các nhà quản lý ít tự tin hơn.

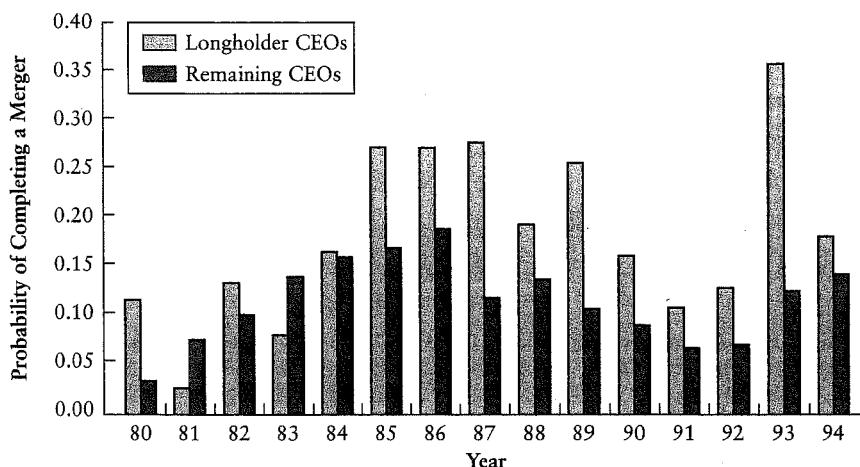
THÂU TÓM VÀ SÁP NHẬP

Bằng chứng khảo sát ghi nhận rằng các nhà quản lý quá tự tin dường như năng động hơn đối với M&A.²⁹ Trong một nghiên cứu có liên quan, Malmendier và Tata đã điều tra xem liệu có tồn tại những dữ liệu tự nhiên ủng hộ cho điều này hay không, và nếu có, liệu các hoạt động mạnh mẽ này có tạo ra thành công hay không.³⁰ Khi tính trên một nhóm, chắc chắn các công ty thâu tóm dường như không phục vụ cổ đông của họ: trong suốt giai đoạn 1980 – 2001, \$220 tỷ biến mất ngay lập tức sau những công bố thương vụ thâu tóm.³¹

Cần lưu ý rằng việc tâm lý quá lạc quan dẫn đến nhiều vụ sáp nhập hơn là không rõ ràng. Nguyên nhân là do có hai động lực xung đột. Đầu tiên, rõ ràng nhất là các nhà quản lý tiêu biểu cho xu hướng này sẽ đánh giá cao quá mức sự hiệp lực và khả năng giải quyết vấn đề của họ. Điều này khuyến khích các nỗ lực sáp nhập. Động lực thứ hai hạn chế các vụ sáp nhập, đó là bởi vì các nhà quản lý quá lạc quan nhìn nhận rằng công ty của họ đang bị định dưới giá, họ ít có khả năng sẽ tham gia vào những hoạt động như vậy nếu các giao dịch phải được tài trợ từ bên ngoài. Vẫn chưa rõ ràng là động lực nào chiếm ưu thế hơn.

Sử dụng cùng biến đại diện cho tâm lý quá tự tin như trong nghiên cứu trước đó của họ, Malmendier và Tate ghi nhận rằng động lực đầu tiên có tác động lớn hơn.³² Đối chiếu với hình 16.1, chúng ta nhận thấy rằng hầu hết mẫu, ngoại trừ hai năm, các nhà quản lý quá tự tin tham gia vào nhiều hoạt động M&A hơn. Nhất quán với nghiên cứu trước đó của họ, tác động của tâm lý quá tự tin thì lớn hơn đối với những công ty có nguồn lực nội bộ dồi dào.

Thị trường ý thức được về sự phá hủy giá trị gây ra bởi những nhà quản lý quá tự tin. Trong khi phản ứng của thị trường thông thường đối với một công bố về nỗ lực sáp nhập của một nhà quản lý ít tự tin hơn là một sự sụt giảm 12 điểm cơ bản, các nhà quản lý thổi phồng về khả năng của họ chứng kiến một sự sụt giảm (lớn hơn nhiều) là 90 điểm cơ bản.

Hình 16.1 Hoạt động sáp nhập của những nhà quản lý quá tự tin và nhà quản lý khác

Nguồn: Malmendier, U., và G. Tate, 2008, "Fairness Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reactions", *Journal of Financial Economics*, Vol 89, Issue 1, 20 – 43.

Rất nhiều giải thích khác nhau cho những phát hiện này được xem xét. Hành vi tương tự có thể bắt nguồn từ việc tìm kiếm rủi ro lớn hơn hoặc vấn đề đại diện (xây dựng để chế). Tuy nhiên, các tác giả tranh luận rằng nguyên nhân đầu tiên thì rất khó để đối chiếu với việc quan sát thấy sự ưa thích đối với hoạt động thâu tóm bằng tiền mặt; và nguyên nhân thứ hai thì không dễ dàng kiểm tra với việc đầu tư quá mức của cá nhân các CEO.

John Doukas và Dimitris Petmezas cung cấp những kiểm tra tính hiệu lực ở một vài góc độ.³³ Đầu tiên, họ điều tra hoạt động sáp nhập ở U.K từ năm 1980 đến 2004, tập trung vào hoạt động thâu tóm các công ty tư nhân.³⁴ Vương quốc Anh là một thị trường phù hợp để nghiên cứu bởi vì sau Mỹ, nó là thị trường có hoạt động sáp nhập nhiều nhất: sự thật là có 65% giao dịch của khối EU diễn ra ở đây. Thứ hai, họ sử dụng các biến đại diện khác nhau cho tâm lý quá tự tin. Một dựa trên tranh luận rằng chỉ những nhà quản lý tự tin quá mức mới tham gia vào nhiều thương vụ trong vòng một khoảng thời gian ngắn. Trên cơ sở này, họ phân loại các nhà quản lý là quá tự tin nếu họ hoàn thành ít nhất năm thương vụ trong vòng 3 năm.³⁵ Họ có thể kết luận rằng bên mua quá tự tin nhận được một tỷ suất sinh lợi công bố thấp hơn so với những bên mua khác. Ngoài ra, thành quả trong dài hạn cũng kém hơn.

KHỞI NGHIỆP

Chúng ta biết rằng các doanh nghiệp, đặc biệt là những doanh nghiệp nhỏ, thất bại với một tỷ lệ cao đáng lo ngại. Một nghiên cứu chỉ ra rằng 81% tin rằng cơ hội thành công của họ là 70% hoặc cao hơn, trong khi 33% là chắc chắn (một cách lâng thường) rằng họ sẽ thành công.³⁶ Mặc dù vậy, có tới 75% các doanh nghiệp mới thất bại trong vòng 5 năm. Một lý do có thể dẫn đến những kỳ vọng sai lầm này là tâm lý quá tự tin. Lạc quan quá mức có thể khiến con người lâm lấn khi nghĩ rằng thị trường thì đang rất muốn hàng hóa và dịch vụ của họ, và hiệu ứng tốt-hơn-mức-trung-bình có thể khiến các doanh nghiệp nghĩ rằng, thậm chí nếu các cơ hội mở rộng ngành bị giới hạn, họ vẫn có thể đánh bại đối thủ. Những nhà cung cấp vốn mạo hiểm với sự thành thạo của họ trong lĩnh vực nhận dạng các cơ hội sinh lợi, cũng bị phụ thuộc vào tâm lý quá tự tin.³⁷

Như chúng ta đã thảo luận ở trên, tâm lý quá tự tin đòi hỏi phải có một đại diện, và sự thật là có vài biến đại diện tốt đã được sử dụng. Nhưng những biến đại diện này đòi hỏi kết quả hoạt động hoặc tính minh bạch, vốn là thứ mà nhiều doanh nghiệp không có. Tuy có thể quan sát được là việc gia nhập đường như là quá mức, nhưng không thể thấy rõ ràng các đặc điểm của các doanh nghiệp là gì, những ai đang gia nhập vào ngành, và họ so với những đối thủ hiện hữu ra sao. Vì thế, việc kiểm định phạm vi trở nên khó giải quyết. Như chúng ta đã đề cập ở phần trước, một thí nghiệm cho phép kiểm soát môi trường sẽ giúp chúng ta cách ly các yếu tố quan trọng tiềm ẩn. Colin Camerer và Dan Lovallo đã thực hiện một thử nghiệm, trong đó các chủ thể phải lựa chọn, qua nhiều vòng (giai đoạn) là liệu họ có nên gia nhập thị trường hay không.³⁸ Lợi ích bù đắp của những người tham gia phụ thuộc vào số lượng người gia nhập trong một thời kỳ cụ thể. Điều này là thực sự bởi vì trong các thị trường tự nhiên, lợi ích có được cao hơn khi có ít người (hoặc doanh nghiệp) hơn gia nhập vào một ngành. Mặc dù đã biết các nguyên tắc, nhiệm vụ này cũng không dễ dàng bởi vì với bản chất không lan truyền thông tin của môi trường, không ai biết có bao nhiêu đối thủ sẽ gia nhập ở một vòng nào đó.

Những thử nghiệm dạng này được tiến hành như sau. Tồn tại một mức phí cho tất cả những người tham gia. Giá định rằng chi phí này là \$10. Trong trường hợp không gia nhập vào thị trường, những người tham gia sẽ giữ lại phí. Ngược lại, việc gia nhập có rủi ro là mất một ít (hoặc toàn bộ) số phí này. Cùng lúc đó, việc gia nhập có thể sẽ đem lại một mức lợi nhuận dương. N người tham gia lựa chọn có tham gia thị trường hay

không ở một vòng cụ thể; c là sức chứa của thị trường; và E là số lượng người thực sự gia nhập. Hàm lợi nhuận sẽ như sau:

16.1

$$\text{Lợi nhuận} = [\$10/(N - c)] * (c - E)$$

Trong những công thức trước của thử nghiệm này, tất cả những người gia nhập “ E ” kiếm được cùng một mức lợi nhuận. Giả định $c = 8$ và $N = 16$. Nếu $E = 4$, thì sẽ có 4 người gia nhập và kiếm được \$5 mỗi người (mang về nhà \$15). Lợi nhuận của ngành là \$20 ($4 * \5). Ngược lại, nếu $E = 12$, thì 12 người gia nhập sẽ mất \$5 mỗi người, hàm ý rằng lợi nhuận của ngành là $-\$60$ ($12 * (-\$5)$). Lợi nhuận của ngành bằng 0 nếu $c = E$. Khi những thử nghiệm này được tiến hành, E thông thường rất gần với c , hàm ý tương đương với điều kiện lợi nhuận bằng 0 trong kinh tế vi mô.

Camerer và Lovallo thực hiện những điều chỉnh then chốt sau để đưa yếu tố quá tự tin vào mô hình này:

1. Lợi nhuận phụ thuộc vào bậc của chủ thể (r) trong cấu trúc sau:

a. c là những người gia nhập đầu tiên nhận được:

16.2

$$\text{Lợi nhuận} = \$50 * [(c + 1 - r)/(1 + 2 + \dots + c)], \text{trong đó } r = 1, 2, 3 \dots c$$

b. Tất cả những người gia nhập với thứ tự thấp hơn c nhận được:

16.3

$$\text{Lợi nhuận} = -\$10$$

Ví dụ, cho $c = 3$ và $E = 12$, chúng ta có:

16.4

$$r = 1: \text{lợi nhuận} = \$25; r = 2: \text{lợi nhuận} = \$17;$$

$$r = 3: \text{lợi nhuận} = \$8; r = 4, 5, \dots, 12: \text{lợi nhuận} = -\$10$$

Chú ý rằng nếu $E > c + 5$, lợi nhuận ngành sẽ âm (ở đây là $-\$40$).

2. Thứ bậc của chủ thể phụ thuộc vào một phương cách ngẫu nhiên hoặc kỹ năng, trong đó kỹ năng được đánh giá sau khi hoàn thành thử nghiệm bằng cách sử dụng cả những kiểm tra trí não hoặc vấn đáp các vấn đề khác (liên quan đến các sự kiện hiện tại và thể thao).
3. Các chủ thể trong một vài thử nghiệm (nhưng không phải tất cả) được báo trước rằng việc thử nghiệm sẽ phụ thuộc vào kỹ năng. Khi được thông báo, các chủ thể có chủ ý “tự lựa chọn” trong môi trường này.
4. Các chủ thể dự báo số lượng người gia nhập ở mỗi giai đoạn.
5. Quyết định gia nhập được đưa ra ở 2 vòng với mỗi vòng là 12 giai đoạn, với việc xếp thứ bậc dựa trên kỹ năng trong một vòng và ngẫu nhiên trong vòng còn lại.
6. Năng lực thị trường như sau: $c = 2, 4, 6$, và 8 .

Chỉ tại cuối của các phần thử nghiệm các chủ thể tham gia mới thực hiện các bài kiểm tra kỹ năng và vấn đáp, sau đó một giai đoạn (trong 24 giai đoạn) được chọn ngẫu nhiên để tính lợi nhuận. Phản hồi duy nhất mà các chủ thể tham gia nhận được trong suốt quá trình thử nghiệm là số người gia nhập sau mỗi giai đoạn. Giả định một phần những người tham gia bằng quan với rủi ro và không có cảm nhận về kỹ năng (hoặc vận may), mức cân bằng chiến lược tổng thể là gia nhập thị trường một cách ngẫu nhiên với tỷ lệ $[(c+5)/N]\%$ (ngụ ý rằng tổng lợi nhuận kỳ vọng bằng 0).

Bảng 16.3 cho thấy những kết quả chính. Vấn đề lớn nhất khi nghiên cứu là liệu có tồn tại xu hướng tham gia một vòng tự do hơn không khi lợi nhuận được xác định dựa trên kỹ năng. Nếu con người có một bức tranh thật về kỹ năng của họ so với kỹ năng của người khác, thì sẽ không có tác động nào. Nguyên nhân là do trong khi những người nhiều kỹ năng (và nhận thức được điều này) sẽ có khả năng gia nhập hơn, thì những người khác với kỹ năng ít hơn (và nhận thức được điều này) sẽ ít có khả năng gia nhập hơn. Khi cân bằng, những xu hướng này sẽ triệt tiêu. Ở cột bên phải, khi đưa ra chỉ dẫn thông thường, lợi nhuận khác biệt giữa ngẫu nhiên và kỹ năng là 8.96 (hay từ 19.79 – 10.83), hàm ý rằng sự gia nhập tăng thêm khi lợi nhuận được xác định bởi kỹ năng. Sự khác biệt thậm chí lớn hơn khi chỉ dẫn tự lựa chọn được sử dụng. Trong trường hợp này, lợi nhuận khác biệt giữa ngẫu nhiên và kỹ năng là 27.92 (hay từ 13.96 – (-13.96)). Khác biệt tổng cộng trung bình cao một cách đáng kể với 18.43 (hay 16.87 – (-1.56)), nhất quán với giả thuyết chính được kiểm định trong nghiên cứu.

Bảng 16.3 Lợi nhuận trung bình ngành qua các vòng và điều kiện

Bậc	Vòng												Trung bình
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Chỉ dẫn bình thường													
Ngẫu nhiên	15	25	15	27.5	12.5	12.5	17.5	27.5	17.5	22.5	20	25	19.79
Kỹ năng	15	2.5	15	17.5	7.5	0	17.5	5	10	12.5	10	15	10.83
Chỉ dẫn tự lựa chọn													
Ngẫu nhiên	20	15	15	15	12.5	17.5	7.5	20	7.5	10	7.5	20	13.96
Kỹ năng	-12.5	-20	-15	-12.5	-22.5	-17.5	-25	-5	-17.5	-2.5	-12.5	-5	-13.96

Nguồn: Camerer, C. F., và D. Lovallo, 1999, "Overconfidence and excess entry: An experimental approach", *American Economic Review* 89, 306 – 318.

Sự thật là khác biệt cao hơn một cách đáng kể dưới điều kiện tự lựa chọn được cho là nhất quán với **hiệu ứng thờ o với nhóm tham chiếu (reference group neglect effect)**. Mặc dù thiết kế cụ thể này có thể dẫn đến việc một nhóm có kỹ năng cao hơn tình nguyện tham gia, nhóm này dường như quên mất sự thật là những người khác trong nhóm cũng có thể giỏi hơn về mặt kỹ năng và vì lý do này họ ưa thích việc “tham gia trò chơi”.

Một lý do không thuộc về hành vi có thể giải thích cho việc gia nhập quá mức vào thị trường mà các tác giả có thể loại trừ ra, đó là “điểm mù cạnh tranh”, là xu hướng gia nhập thị trường và sau đó bị ngạc nhiên bởi mức độ cạnh tranh – mà không có bất kỳ cảm giác nào về kỹ năng cá nhân tốt. Một quan điểm như vậy sẽ dẫn đến dự đoán lợi nhuận dương trong trường hợp kỹ năng, hàm ý rằng lợi nhuận thấp hoặc âm thực sự sẽ là một bất ngờ. Sự thật lại chứng minh khác, khi các chủ thể nhất quán dự đoán lợi nhuận cao hơn đối với giai đoạn ngẫu nhiên so với giai đoạn kỹ năng. Vì vậy, trong khi các cá nhân kỳ vọng lợi nhuận tổng thể thấp (hoặc âm) trong các vòng kỹ năng, họ kỳ vọng rằng bản thân họ sẽ làm tốt.

16.5 TÂM LÝ QUÁ TỰ TIN TRONG QUẢN LÝ CÓ THỂ CÓ MẶT TÍCH CỤC?

Tâm lý quá tự tin có thể có mặt tích cực. Một tâm lý quá tự tin ở mức trung bình có thể có một tác dụng tốt, nếu nó dẫn đến sự phấn chấn và nỗ lực tập trung.³⁹ Trong phạm vi lý thuyết người chủ - người đại diện, điều này có thể làm giảm bớt vấn đề rủi ro đạo đức do không thể quan sát nỗ lực của người đại diện.⁴⁰

Ngoài ra, bởi vì các nhà quản lý có thể e ngại rủi ro nhiều hơn so với cổ đông, tâm lý quá tự tin có thể trung hòa xu hướng này, dịch chuyển công ty về phía mong muốn hơn.⁴¹ Ngoài những tác động rõ ràng lên việc đầu tư, cấu trúc vốn cũng có thể bị ảnh hưởng. Dirk Hackbarth xây dựng một mô hình trong đó các nhà quản lý hợp lý không chỉ lạc quan thái quá về triển vọng của công ty, mà còn chắc chắn quá mức về quan điểm của họ.⁴² Mô hình này để xuất rằng tâm lý quá tự tin trong quản trị có tương quan thuận với việc phát hành nợ, bởi vì lạc quan về dòng tiền trong tương lai có thể dẫn đến một niềm tin rằng sẽ có rất ít vấn đề trong việc chi trả lãi vay. Trớ trêu thay, bản chất của xu hướng né tránh nợ là do những lo lắng về công việc (điều này thể phá hủy giá trị bởi vì các lợi ích của nợ không bị triệt tiêu hết) bị trung hòa bởi tâm lý quá tự tin.

Cuối cùng, có đề xuất rằng tâm lý quá tự tin trong các chủ doanh nghiệp, thậm chí là không tốt đối với cá nhân, có thể mang lại lợi ích về mặt xã hội, bởi vì hoạt động doanh nghiệp có thể cung cấp thông tin có giá trị cho xã hội (không giống với những người có tâm lý bầy đàn vốn không cung cấp thông tin gì).⁴³ Theo khía cạnh này, tâm lý quá tự tin phục vụ cho mục đích phát triển.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Do sự đơn giản hóa tiến trình, các kỹ thuật hoạch định ngân sách vốn không phù hợp có thể vẫn được ưa thích. Do sự e ngại thua lỗ, các nhà quản lý có thể lãng phí tiền nhiều hơn. Và do ảnh hưởng, đôi lúc cảm xúc tác động vào quyết định quản trị tối ưu.
2. Có nhiều điểm lưu ý đối với tâm lý quá tự tin trong quản trị. Một trong những xu hướng đó là nắm giữ những quyền chọn trong giá quá lâu.
3. Tâm lý quá tự tin trong quản trị có thể dẫn đến những dạng đầu tư bóp méo hoặc đầu tư quá mức.
4. Ngoại trừ việc chi tiêu vốn quá nhiều, việc đầu tư quá mức thể hiện trong xu hướng thiên về hoạt động M&A quá mức và việc khởi nghiệp rất nhanh chóng.
5. Một ví dụ của việc bóp méo đầu tư là cho phép sự săn có của nguồn vốn nội bộ tác động đến quyết định có nên tiếp tục đầu tư hay không.
6. Tâm lý quá tự tin có thể có mặt tích cực, mặc dù cụ thể ra là bởi vì nó “sửa sai” cho sự e ngại rủi ro quá mức trong quản trị.

CÂU HỎI THẢO LUẬN

1. Phân biệt các khái niệm/thuật ngữ sau:
 - a. Hoàn vốn và NPV
 - b. Nắm giữ các quyền chọn trong giá quá lâu và tham gia thường xuyên vào các hoạt động thâu tóm
 - c. Phương pháp ngẫu nhiên và tự lựa chọn trong thử nghiệm của Camerer và Lovallo.
2. Sự e ngại rủi ro và tâm lý quá tự tin trong việc phát hành nợ.
3. Hoạt động đầu tư bị chi phối bởi việc tối đa hóa giá trị theo lý trí và các tác động của tâm lý đối với các nhà quản lý. Hãy thảo luận.
4. Trong thử nghiệm của Camerer và Lovallo, cho $N = 10$ và $c =$

2. Tính số lượng đối thủ gia nhập để tối đa hóa lợi nhuận của ngành. Khi đó, lợi nhuận của ngành là bao nhiêu? Tính số lượng đối thủ gia nhập để tối thiểu hóa lợi nhuận của ngành. Khi đó, lợi nhuận của ngành là bao nhiêu? Số lượng đối thủ gia nhập để lợi nhuận của ngành bằng 0 là bao nhiêu?
4. Trong thử nghiệm của Camerer và Lovallo, tâm lý quá tự tin dẫn đến việc gia nhập quá mức vào thị trường. Bạn có tin rằng nếu một doanh nhân có ý định lập nghiệp đọc được nghiên cứu này, nhiều hay ít khả năng người này tiếp tục muốn khởi nghiệp? Giải thích
5. Bạn là một quản lý bộ phận. Hiện tại bạn là thành viên của một hội đồng xem xét hai dự án đầu tư vào sản phẩm được đề xuất bởi hai nhà quản lý bộ phận khác là Joe và John. Trong khi đang trình bày, Joe có vẻ khá ngạo mạn. Anh ta đề cập đến việc đi chơi gôn cùng CEO, một nhân vật then chốt trong công ty, và cho rằng bạn có thể thực sự học được rất nhiều từ anh ta. Khi suy nghĩ về các dự án sau buổi trình bày, bạn nhận ra rằng thực sự bạn đang hướng đến đề xuất của John mặc dù các dự án khá tương đồng về dòng tiền ước tính và rủi ro. Bạn có thể giải thích điều này như thế nào?

CHÚ THÍCH

1. Được đề xuất bởi Fairchild, R., 2007, "Behavioral corporate finance: Existing research and future decisions", Working paper, việc kết hợp các nhà đầu tư thiếu lý trí và nhà quản lý thiếu lý trí là một lĩnh vực nghiên cứu đầy hứa hẹn trong tương lai.
2. Giải định rằng quản trị doanh nghiệp bị giới hạn về khả năng thúc ép hành vi của nhà quản lý. Xem Baker, M., R. S. Ruback, và J. Wurgler, 2004, "Behavioral corporate finance: A survey", Working paper.
3. Tâm lý quá tự tin của nhà quản lý dường như cũng ảnh hưởng đến các quyết định khác. Ví dụ, Fairchild, R., 2005, "The effect of managerial overconfidence, asymmetric information, and moral hazard on capital structure decisions", Working paper, chỉ ra rằng tâm lý quá tự tin có thể dẫn đến việc sử dụng quá mức nợ làm giảm phúc lợi.
4. Những cảnh báo như sự tương xứng về đời sống của dự án và cân nhắc đến các quyền chọn thực

- phải được tính đến. Xem Ross, S. A., J. Jaffe, và R. A. Westerfield, 2006, *Corporate Finance* (McGraw-Hill, New York).
5. Xem Graham, J. R., và C. R. Harvey, 2001, "The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field", *Journal of Financial Economics* 60, 187-243.
 6. Shefrin, H., 2007, *Behavioral Corporate Finance: Decisions That Create Value* (McGraw-Hill Irwin, Boston, Massachusetts).
 7. Burgstahler, D., và I. Dichev, 1997, "Earnings management to avoid earnings increases and losses", *Journal of Accounting and Economics* 24, 99-126.
 8. Nếu điều này không khả thi, xu hướng sẽ là "chịu lỗ lớn", vì thế gia tăng xác suất của số lần thu nhập dương trong vòng tới.
 9. Tất nhiên ở tiền nghiêm, việc đầu tư có thể là nước đi tốt nhất.
 10. Statman, M., và D. Caldwell, 1987, "Applying behavioral finance to capital budgeting: Project terminations", *Financial Management* 16(4), 7-15.
 11. Staw, B., 1976, "Knee-deep in the big muddy: A study of escalating commitment toward a chosen course of action", *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 20, 27-44.
 12. Jensen, M. C., 1987, "The takeover controversy: Analysis and evidence", trong Coffee, J. C., L. Lowenstein, và S. Rose-Ackerman, eds., 1987, *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover* (Oxford University Press, Oxford, U.K.).
 13. Tuy nhiên, như sẽ thảo luận trong chương 20, nghiên cứu mới trong kinh tế học thần kinh và tài chính thần kinh học đã tạo được những bước tiến trong lĩnh vực này.
 14. Kida, T. E., K. K. Moreno, và J. F. Smith, 2001, "The influence of affect on managers' capital-budgeting decisions", *Contemporary Accounting Research* 18, 477-494.
 15. Kidd, J. B., và J. R. Morgan, 1969, "A predictive information system for management", *Operational Research Quarterly* 20, 149-170.
 16. Statman, M., và T. T. Tyebjee, 1985, "Optimistic capital budgeting forecasts: An experiment", *Financial Management* 14, 27-33.
 17. Ben-David, I., J. R. Graham, và C. Harvey, 2007, "Managerial overconfidence and corporate policies", Working paper.
 18. Xem Paredes, T. A., 2004, "Too much pay, too much deference: Is CEO overconfidence

- the product of corporate governance?", Working paper.
19. Hribar, P., và H. Yang, 2006, "CEO overconfidence, management earnings forecasts, and earnings management", Working paper.
20. Ben-David, I., J. R. Graham, và C. Harvey, 2007, "Managerial overconfidence and corporate policies", Working paper.
21. Fazzari, S., R. G. Hubbard, và B. Peterson, 1988, "Financing constrains and corporate investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 141-195.
22. Jensen, M. C., và W. H. Meckling, 1979, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3(4), tháng 10, 305-360.
23. Tất nhiên quan điểm về thế giới cũng thống nhất với chương trước.
24. Malmendier, U., và G. Tate, 2005, "CEO overconfidence and corporate investment" *Journal of Finance* 60, 2661-2700. Xem thêm Heaton, J. B., 2002, "Managerial optimism and corporate finance", *Financial Management* 31(2), 33-45.
25. Barber, B., và T. Odean, 2000, "Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors", *Journal of Finance* 55, 773-806.
26. Một biến đại diện có liên quan đó là một nhà quản lý sẽ quá tự tin nếu họ nắm giữ các quyền chọn từ đầu đến khi đáo hạn. Một biến đại diện thứ ba là một nhà quản lý được xem là quá tự tin nếu họ đi ngược lại với những nguyên tắc đa dạng hóa, tức họ liên tục gia tăng nắm giữ cổ phần của công ty.
27. Các kết quả hồi quy này được lấy từ bảng V trong Malmendier, U., và G. Tate, 2005, "CEO overconfidence and corporate investment" *Journal of Finance* 60, 2661-2700.
28. Khi chỉ số Tobin q bằng 1, giá trị thị trường của công ty bằng với giá trị thay thế của các tài sản. Các nhà nghiên cứu ghi nhận thấy trong những thương vụ tiếp quản với bên mua có tỷ số q lớn hơn 1, thì tỷ suất sinh lợi tổng thể của thương vụ tiếp quản sẽ lớn hơn. Vì thế, các công ty có thành quả tốt hơn sẽ có quyết định đầu tư tốt hơn và tạo ra nhiều giá trị hơn. Xem Servaes, H., 1991, "Tobin's q and the gains from takeovers", *Journal of Finance* 46(1), 409-419.
29. Ben-David, I., J. R. Graham, và C. Harvey, 2007, "Managerial overconfidence and corporate

- policies”, Working paper.
30. Malmendier, U., và G. Tate, 2008, “Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market’s reaction”, *Journal of Financial Economics*.
31. Moeller, S., F. Schlingemann, và R. Stulz, 2004, “Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave”, Working paper.
32. Các kết quả của họ có hiệu lực khi sử dụng đại diện cho tâm lý quá tự tin dựa trên các cuộc họp báo, trong đó một nhà quản lý được xem là quá tự tin nếu họ thường tỏ ra “tự tin” hoặc “lạc quan”.
33. Doukas, J. A., và D. Petmezias, 2007, “Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias”, *European Financial Management*.
34. Các công ty đại chúng thường ít được mua lại hơn: các thương vụ thâu tóm tư nhân ở thị trường U.K chiến tới khoảng 90% tổng số thương vụ M&A.
35. Họ đạt được những kết quả tương tự khi họ sử dụng một biến đại diện thay thế, đó là mua ròng cổ phiếu của những thành viên nội bộ (cụ thể là tỷ lệ mua trên bán).
36. Cooper, A. C., C. Y. Woo, và W. C. Dunkelberg, 1988, “Entrepreneurs’ perceived chances of success”, *Journal of Business Venturing* 3, 97-108.
37. Zacharakis, A. L., và D. A. Shepherd, 2001, “The nature of information and overconfidence on venture capitalists’ decision making”, *Journal of Business Venturing* 16, 311-332.
38. Camerer, C. F., và D. Lovallo, 1999, “Overconfidence and excess entry: An experimental approach”, *American Economic Review* 89, 306-318.
39. Larwood, L., và W. Whittaker, 1977, “Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning”, *Journal of Applied Psychology* 62, 194-198.
40. Keiber, K. L., 2002, “Managerial compensation contracts and overconfidence”, Working paper.
41. Goel, A. M., và A. V. Thakor, 2000, “Rationality, overconfidence and leadership”, Working paper.
42. Hackbarth, D., 2007, “Managerial optimism, overconfidence and capital structure decisions”, Working paper.
43. Bernardo, A. E., và I. Welch, 2001, “On the evolution of overconfidence and entrepreneurs”, Working paper.

**NGHỈ HƯU, LƯƠNG
HƯU, GIÁO DỤC
GIẢM THIẾU LỆCH LẠC
VÀ QUẢN LÝ
KHÁCH HÀNG**

PHẦN

VII

Chương 17: Tìm hiểu hành vi tiết kiệm hưu trí và cải tiến hình thức lương hưu DC

Chương 18: Giảm thiểu lệch lạc, giáo dục và việc quản lý khách hàng

TÌM HIỂU HÀNH VI TIẾT KIỆM HƯỚNG TRÍ VÀ CẢI TIẾN HÌNH THỨC LƯƠNG HƯỚNG

CHƯƠNG 17

17.1 GIỚI THIỆU

Những bài học về tài chính hành vi có thể giúp ích rất nhiều trong việc tìm hiểu về hành vi tiết kiệm ưu trí cũng như cải thiện chế độ lương hưu. Chương này giúp chúng ta hiểu biết thêm một vài vấn đề then chốt. Chúng ta bắt đầu phần 17.2 bằng việc mô tả sự dịch chuyển toàn cầu về phía tiền lương hưu khi mà những người lao động cũng đồng thời là những nhà đầu tư, theo khía cạnh là họ cũng phải quản lý và kiểm soát tài khoản lương hưu của chính họ. Không may là, những người lao động kiêm nhà đầu tư này thường không được trang bị nhiều kỹ năng. Họ phải đối mặt với một vấn đề rất khó khăn. Nên tiết kiệm bao nhiêu? Nên đầu tư vào tài sản nào và với tỷ trọng bao nhiêu? Nên sử dụng những công cụ đầu tư cụ thể nào? Trong phần 17.3, chúng ta tập trung vào vấn đề một người nên tiết kiệm bao nhiêu để chuẩn bị cho việc nghỉ hưu. Tuy nhiên, kế hoạch tiết kiệm có thể bị cản trở bởi chúng ta đều có tính trì hoãn và bị giới hạn ở khả năng tự kiểm soát, cho dù các hệ quả của nó có thể gây ra tổn thất. Trong phần 17.4, chúng ta trở lại với một trong những quyết định quan trọng nhất đối với tất cả các nhà đầu tư, đó là quyết định phân bổ tài sản. Mặc dù vậy, rất nhiều người vẫn bối rối với quyết định này, hàm ý rằng cần phải có sự đào tạo. Trong khi sự đào tạo có thể giúp các nhà đầu tư thiếu am hiểu đưa ra các quyết định tốt hơn, đặc biệt đối với những nhà đầu tư có những xu hướng hành vi như tính trì hoãn và sự e ngại thua lỗ, việc cải thiện kế hoạch hưu bopsis dường như còn hứa hẹn triển vọng tốt hơn. Phần cuối cùng của chương này sẽ thảo luận những cải tiến trong kế hoạch hưu bopsis.

17.2 SỰ DỊCH CHUYỂN TOÀN CẦU VỀ PHÍA LUƠNG HƯỚNG DC VÀ NHỮNG HỆ QUẢ

DBS VÀ DCS

Nhiều năm qua, hoạt động hưu bỗng trên khắp thế giới đã có sự phát triển. Đáng chú ý nhất là, nhiều quốc gia phát triển đã dịch chuyển từ hình thức lương hưu dựa trên lợi ích xác định do nhà tuyển dụng đưa ra (**DB – defined benefit**) về phía hình thức lương hưu dựa trên đóng góp của người lao động (**DC – defined contribution**). Trong DB, nhà tuyển dụng thông thường sẽ cam kết, theo một công thức tính, một khoản chi trả định kỳ cho khoảng thời gian nghỉ hưu sau này, trong khi đó, trong DC, nhà tuyển dụng cùng với người lao động thường sẽ cùng đóng góp vào một tài khoản hưu trí, trong đó sẽ tích lũy cả tỷ suất sinh lợi từ hoạt động đầu tư, và không có bất kỳ đảm bảo nào về giá trị tài khoản tại thời điểm nghỉ hưu. Mỹ là quốc gia tiên phong trong hình thức DC, được khuyến khích bằng việc thông qua đạo luật Employment Retirement Income Security Act (ERISA) vào năm 1974 và những thay đổi đối với Internal Revenue Code (có hiệu lực từ năm 1980), đã dẫn đến sự xuất hiện của thị trường các kế hoạch 401(k) giống với DC. Các quốc gia khác hiện cũng đang thay đổi theo hướng DC, bao gồm cả Anh, Úc, Canada, Hà Lan, Thụy Điển và Chile.¹

Sự chuyển này có nghĩa là, ở Mỹ từ năm 1975 cho đến 2003, số lượng các kế hoạch lương hưu DB cá nhân sụt giảm từ 100,000 xuống còn ít hơn 31,000.² Trong số những người có lương hưu, có tới 58% chỉ dựa vào kế hoạch 401(k) hoặc những kế hoạch tương đương. Khoảng một nửa trong số còn lại dựa vào DB, và nửa kia có cả DB và DC.³ Những kế hoạch DB còn tồn tại đã nhanh chóng bị ngừng lại đối với những nhân viên mới hoặc bị đóng băng, theo nghĩa là các thành viên hiện tại không thể tích lũy lợi ích tăng thêm.⁴

Trước khi thảo luận xa hơn, chúng ta hãy tìm hiểu về bản chất nền tảng của DB và DC. Giả sử bạn là một thành viên của DB và công thức tính lương hưu của bạn cụ thể như sau: bạn sẽ nhận được 1.5% lương trung bình của bạn trong 5 năm vừa qua nhân với số năm làm việc, tối đa là 35 năm. Vì vậy, nếu bạn kiếm được \$60,000 trung bình mỗi năm trong 5 năm vừa qua, và bạn đã làm việc cho công ty 20 năm, thì lương hưu của bạn sẽ là \$18,000 mỗi năm cho đến cuối đời. Công ty sẽ quản lý việc này như thế nào? Các công ty được ủy thác trách nhiệm thành lập một quỹ lương hưu chuyên dụng với một khoản tiền đủ để chi trả cho những người nghỉ hưu

trong tương lai theo đúng những gì mà họ đã cam kết. Đến lượt mình, các nhà quản lý của những quỹ hưu trí này đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu, và những tài sản phù hợp khác nhằm đạt được sự tăng trưởng theo yêu cầu.

DC thì đơn giản hơn. Thông thường nhân viên và công ty sẽ đóng góp vào một tài khoản hưu trí và được quản lý bởi chính nhân viên này. Tiền có thể được đầu tư vào một danh mục các quỹ quản lý chuyên nghiệp. Thông thường, một tỷ lệ đóng góp phân chia nào đó sẽ được áp dụng. Ví dụ, nếu người lao động tiết kiệm 5% mỗi ngày lương, một tỷ lệ bằng nhau 50% sẽ yêu cầu công ty đóng góp 2.5% lương. Số tiền trong tài khoản tại lúc nghỉ hưu hoàn toàn phụ thuộc vào số tiền đóng góp của hai bên và hiệu quả của hoạt động đầu tư. Một lựa chọn cho người lao động khi nghỉ hưu là lấy toàn bộ số tiền trong tài khoản và mua một niêm kim mà kỳ hạn của nó tương ứng với số năm còn lại kỳ vọng (cộng thêm một vài năm để phòng ngừa).

Những ưu và nhược điểm của DB so với DC là gì? Từ quan điểm của người lao động, DB có lợi hơn vì né tránh được hai rủi ro chính: rủi ro thị trường và rủi ro về tuổi thọ. Trước hết, do lợi ích đã được xác định trước, tổng số tiền chi trả hay khoản niêm kim khi nghỉ hưu là chắc chắn – bất kể thị trường như thế nào.⁵ Thứ hai, nếu một người lao động lựa chọn niêm kim, khi nghỉ hưu anh ta chắc chắn sẽ nhận được tiền hưu định kỳ cho đến cuối đời.⁶ Nếu người lao động không phải gánh chịu rủi ro thị trường và rủi ro tuổi thọ thì công ty sẽ phải gánh chịu rủi ro đó. Mặc dù rủi ro tuổi thọ có thể đa dạng hóa khá dễ dàng, giả định là các chuyên gia tính phí bảo hiểm có bảng tuổi thọ trung bình đáng tin cậy, nhưng rủi ro thị trường thì không như vậy. Đa dạng hóa về mặt thời gian có thể giúp làm giảm bớt rủi ro thị trường, bởi vì điều kiện thị trường tốt xấu có xu hướng cân bằng nhau. Nhưng những giai đoạn thị trường ám đạm liên tục không dễ đối phó – thị trường trong giai đoạn 2000-2002 và 2008-2009 đã khiến nhiều kế hoạch DB lâm vào tình trạng không có vốn, giải pháp đối với vấn đề này có thể phải đòi hỏi nhiều năm điều kiện thị trường tốt và mức đóng góp cao hơn.

Mặt khác, lương hưu DC có thể được những người lao động linh động ưa thích hơn. Điều này rất quan trọng đối với nhóm người lao động cơ động ngày càng gia tăng, đặc biệt là ở Mỹ. Một vài người cũng thích tính xác thực cao hơn của các báo cáo định kỳ và kiểm soát được rủi ro cũng như hoạt động đầu tư. Ngoài ra, nếu các nhà đầu tư tin rằng điều kiện thị trường tốt có thể theo sau điều kiện thị trường tốt trước đó (chúng ta đã tìm thấy bằng chứng ở chương 8), thì DC dường như có vẻ hấp dẫn hơn

trong thị trường tăng điểm – như trường hợp những năm 1990. Vì lý do này, đã có sự dịch chuyển về phía DC (đặc biệt là lúc đầu) để đáp ứng ưu tiên của người lao động.

Còn từ quan điểm của công ty thì sao? Rất khó để hiểu được sự gia tăng phổ biến của DC trong bối cảnh doanh nghiệp. Các khoản đóng góp lương hưu có thể dự báo được và sự biến động của thị trường không có tác động nghiêm trọng.

Với sự phổ biến ngày càng tăng của DC trong những nhà tuyển dụng và người lao động, có phải những người tiết kiệm sẽ khá giả hơn với loại kế hoạch này? DC có thể tạo ra những khó khăn đáng kể đối với những người lao động. Đầu tiên, nếu một nhân viên không tích lũy đủ trên thu nhập của mình, hoặc nếu tỷ suất sinh lợi từ đầu tư thấp hơn mức kỳ vọng, nhân viên này có thể không có đủ ngân sách cho mục đích nghỉ hưu. Ngoài ra, khi nghỉ hưu, nếu nhân viên này không mua một niêm kim trọn đời, luôn có khả năng sẽ cạn kiệt tiền (nghĩa là chỉ dựa vào trợ cấp của chính phủ hoặc những hỗ trợ bên ngoài khác).

Một mối lo ngại khác đó là các nhà đầu tư có thể không thiết kế danh mục của mình theo cách tốt nhất để đạt được các mục tiêu. Nếu người lao động không đủ am hiểu để quản lý chính tài khoản hưu trí của mình, kết quả sẽ là có một nhóm những người lao động có tài khoản hưu trí không được chuẩn bị tốt về mặt tài chính. Có vài bằng chứng cho thấy tiền được quản lý bởi những người lao động kiêm nhà đầu tư này không tăng trưởng nhiều bằng những người chuyên nghiệp. Một nghiên cứu ở Mỹ ước tính rằng số tiền đầu tư vào DB sau khi trừ đi chi phí có mức tăng trưởng cao hơn tiền đầu tư vào DC khoảng 2% mỗi năm.⁷ Một phần chênh lệch này là do tiền trong DC được quản lý nồng độ hơn, nhưng lại không mang lại thành quả đủ để bù đắp chi phí. Đôi khi DB là chỉ tiêu trong những lĩnh vực mà người ta tin rằng tỷ suất sinh lợi sau khi điều chỉnh rủi ro không thể đủ cao để bù đắp chi phí. Các quỹ tương hỗ ở Mỹ thiết lập cơ sở cho tất cả các hoạt động đầu tư DC trong thực tiễn, và những quỹ này có xu hướng có cấu trúc chi phí cao hơn so với những quỹ đầu tư tương đương. Cuối cùng, một vài thành viên của kế hoạch DC thường như chấp nhận rủi ro không phù hợp hoặc lựa chọn danh mục không được đa dạng hóa tốt. Chúng ta hãy tập trung chi tiết hơn vào những vấn đề mà những người lao động kiêm nhà đầu tư này gặp phải.

NHỮNG VẤN ĐỀ CỦA NGƯỜI LAO ĐỘNG KIỆM NHÀ ĐẦU TƯ

Những người về hưu trong tương lai quản lý tài khoản hưu trí của mình hành xử rất giống những nhà đầu tư nhỏ lẻ, ngoại trừ một điều: họ chỉ đang “thử” làm công việc này, khi so với sự sẵn sàng của những nhà đầu tư không chuyên. Vì vậy, các nhà đầu tư tài khoản hưu trí có thể có kiến thức đầu tư ít hơn so với những người chủ động đầu tư vào tài khoản của chính họ. Có bằng chứng cho thấy điều này, con người có thể không hiểu rõ nền tảng của rủi ro và đa dạng hóa: mọi người thường tin rằng một chứng khoán riêng lẻ thì ít rủi ro hơn một thị trường vốn cổ phần được đa dạng hóa.⁸ Do đó, quyết định đầu tư của những người lao động kiêm nhà đầu tư này thường dưới mức tối ưu, và thú vị là, chính bản thân các nhà đầu tư cũng nhận ra được điều này.⁹

Có một khía cạnh trong nhóm các nhà đầu tư này có thể khác biệt so với những nhà đầu tư sẵn sàng khác. Theo như thảo luận của chúng ta trước đây về tâm lý quá tự tin trong Chương 9, trong khi những nhà đầu tư sẵn sàng hơn thường hành động quá nhiều, những nhà đầu tư - người lao động này lại có thể trở nên do dự hơn và thậm chí không hành động gì khi có nhiều tài sản phải chọn lựa.¹⁰ Kết quả là họ không thực hiện bất kỳ hành động nào.¹¹ Và nếu họ bỏ thời gian để đầu tư, thường họ sẽ rất hiếm khi điều chỉnh danh mục của họ qua thời gian.¹²

Chúng ta tập trung vào hai lĩnh vực mà các nhà đầu tư - người lao động này thường gặp phải các vấn đề nghiêm trọng nhất. Đầu tiên, vài người trong số nhà đầu tư này không tiết kiệm đủ (và một nhóm nhỏ hơn không tiết kiệm gì). Thứ hai, những nhà đầu tư - người lao động này thường gặp khó khăn trong quyết định đầu tư cơ bản, đó là phân bổ tài sản. Trong phần tiếp theo, chúng ta sẽ xem liệu các bài học của tài chính hành vi có thể cải thiện vấn đề này hay không.

17.3 HOẠT ĐỘNG TIẾT KIỆM VỚI TÍNH TRÌ HOÃN VÀ GIỚI HẠN TRONG KHẢ NĂNG TỰ KIỂM SOÁT

Tại sao nhiều người lại không tiết kiệm đủ tiền? Đó là do những đặc tính sau của con người: **khả năng tự kiểm soát bị giới hạn (limited self-control)** và **tính trì hoãn (procrastination)**. Kinh tế học cổ điển đưa ra hai giả định gây tranh cãi đối với khoa học về hành vi. Đầu tiên, những

nhân viên luôn đưa ra những quyết tối ưu về mặt kinh tế.¹³ Và thứ hai là, họ luôn theo sát và thực hiện các quyết định này. Trong hoạt động tiết kiệm hưu trí, cả hai giả định này đều ít có ý nghĩa. Chúng ta bắt đầu bằng việc xem xét giả định đầu tiên.

CẦN PHẢI TIẾT KIỆM BAO NHIÊU?

Trước đây chúng ta đã đề cập đến con người kinh tế - homo economicus. Con người hợp lý này nhìn xa và chuẩn bị kế hoạch nghỉ hưu cho mình. Vì vậy, anh ta cần quyết định sẽ tiết kiệm bao nhiêu từ thu nhập hàng tháng để có thể chu cấp cho tuổi già của mình. Xem xét cách thức để tiếp cận vấn đề này. Chúng ta phải đi ngược lại. Thu nhập hàng năm cần có trong suốt những năm nghỉ hưu là bao nhiêu? Thông thường, các chuyên gia không trả lời câu hỏi này bằng một số tiền cụ thể. Thay vào đó, họ trả lời nó bằng **một tỷ số thay thế thu nhập** (*income replacement ratio*). Tỷ số này định nghĩa thu nhập nghỉ hưu là một tỷ lệ phần trăm của thu nhập đi làm. Phương pháp này có ý nghĩa vì nếu thu nhập từ công việc của bạn là \$25,000, bạn đã quen với một mức sống nhất định. Và nếu thu nhập từ công việc của bạn là \$100,000, bạn đã quen với một mức sống khác, cao hơn nhiều. Đối với phần lớn mọi người, một mục tiêu hợp lý là duy trì xấp xỉ mức sống họ đã từng có. Quy tắc ngón tay cái phổ biến là một tỷ số thay thế thu nhập vào khoảng 70%. Tại sao bạn có thể sống với số tiền ít hơn thu nhập của bạn trong suốt những năm nghỉ hưu? Một lý do đó là bạn sẽ di chuyển từ giai đoạn tiết kiệm (sang giai đoạn không tiết kiệm nữa). Ngoài ra, con cái của bạn sẽ lớn lên và có thể không ai phụ thuộc vào bạn nữa. Bạn sẽ không phải đi công tác xa, ăn tối với khách hàng, hay chi mua quần áo công sở đắt tiền. Đối với một vài người, 70% có lẽ là phù hợp, nhưng trong vài trường hợp khác, tỷ lệ này có thể cao hơn hoặc thấp hơn.

Hãy thử một ví dụ cụ thể sau. Wendy Chan 30 tuổi và cô ấy sự định làm việc đến 60 tuổi. Thu nhập của cô ấy là \$50,000. Trong tài khoản hưu trí của mình, Wendy đã tích lũy được \$40,000. Wendy ước tính rằng khi nghỉ hưu cô ấy sẽ có \$8,000/năm từ nguồn thu nhập bên ngoài (ví dụ, dịch vụ công ích được trợ cấp, chương trình chăm sóc sức khỏe của chính phủ như Medicare, hay bất kỳ khoản tiền hưu DB nào). Vì thế, tại thời điểm hiện tại, cô ấy có thể thay thế 16% thu nhập bằng các nguồn bên ngoài. Số tiền tiết kiệm hưu trí \$40,000 nếu được đầu tư cũng sẽ giúp ích nhiều. Nhưng Wendy sẽ cần phải tích lũy thêm để đạt được mục tiêu. Vấn đề là cần phải tính được tỷ lệ phần trăm trên thu nhập mà cô ấy cần tích lũy để có tỷ lệ thay thế 70% khi nghỉ hưu. Lưu ý rằng tỷ lệ này có thể là tổng hợp

đóng góp của cả người lao động và nhà tuyển dụng. Khi Wendy nghỉ hưu, kế hoạch của cô ấy là mua một hợp đồng niên kim chi trả định kỳ bằng nhau cho đến cuối kỳ hạn. Cô ấy tin rằng niên kim kỳ hạn 30 năm rất có thể phù hợp cho đến cuối đời mình (ước tính thọ 90 tuổi hoặc ít hơn).

Để tính toán tỷ lệ phần trăm trên thu nhập mà Wendy cần phải tích lũy, tức **tỷ lệ giữ lại (defferal rate)** đòi hỏi, chúng ta cần giả định giá trị các biến sau: 1) Tỷ lệ thay thế thu nhập yêu cầu (70%); 2) Số năm làm việc (30 năm); 3) Số năm của hợp đồng niên kim (30 năm); 4) Tốc độ tăng lương (0%); 5) Tỷ suất sinh lợi của hoạt động đầu tư trên khoản tiết kiệm hưu trí (5%); và 6) Lãi suất niêm kim (2%). Với những giá trị này, chúng ta có thể tính toán tỷ lệ giữ lại đòi hỏi là khoảng 13%. Có những giả định đã được đặt ra để tính toán con số này. Thật sự, có rất nhiều sự không chắc chắn ở đây. Chẳng hạn, do lý do sức khỏe, Wendy không thể làm việc thêm 30 năm nữa. Ngược lại, nếu vận mệnh tốt, cô ấy có thể nghỉ hưu dài hơn 30 năm. Còn tốc độ tăng lương, tỷ suất sinh lợi từ đầu tư, và lãi suất niêm kim? Có phải những con số này dường như hơi thấp? Câu trả lời ở đây là tất cả giá trị của chúng ta (số tiền và tỷ suất sinh lợi) là giá trị thực (đã điều chỉnh lạm phát). Giả định rằng Wendy đã đạt được đỉnh cao trong sự nghiệp và tăng lương chỉ là để bù đắp lạm phát, điều này sẽ giải thích cho tốc độ tăng lương bằng 0. Còn tỷ suất sinh lợi của hoạt động đầu tư là 5%? Nếu chúng ta giả định hợp lý một sự kết hợp danh mục tỷ lệ 50/50 cổ phiếu và trái phiếu, lãi suất phi rủi ro thực là 2% và phần bù vốn cổ phần là 6%, giá trị 5% dường như là hợp lý. Và lãi suất niên kim hàng năm giả định đến từ lãi suất phi rủi ro.

Bảng 17.1 cho thấy một vài kết hợp các tỷ số thay thế thu nhập và tỷ lệ giữ lại đòi hỏi. Chú ý rằng, thậm chí bắt đầu tiết kiệm từ ngay khi 30 tuổi, nếu Wendy chỉ tiết kiệm 5% – 6% thu nhập, cô ấy cũng chỉ tiết kiệm được ít hơn một nửa thu nhập tại thời điểm nghỉ hưu!

Bây giờ, mặc dù người đọc sẽ nhận thấy rằng các giả định dường như quá mạnh, bạn sẽ nhận thấy việc tính toán giá trị thực sự theo thời gian sẽ không quá khó khăn. Nhưng nhiều thành viên của các kế hoạch 401(k) sẽ gặp nhiều khó khăn ở phần sau. May mắn là, mặc dù vậy những người lập kế hoạch tài chính có thể giúp đỡ. Thông thường một người sẽ nghe một quy tắc ngón tay cái như là 10% – 15% thu nhập, và trong trường hợp của Wendy, điểm giữa khoảng này dường như đúng. Vấn đề lớn hơn sẽ được mô tả ở phần tiếp theo.

Bảng 17.1 | Tỷ lệ giữ lại và tỷ lệ thay thế thu nhập

Tỷ lệ giữ lại	Tỷ lệ thay thế thu nhập
5%	46%
6%	49%
7%	52%
8%	55%
9%	58%
10%	61%
11%	64%
12%	67%
13%	70%
14%	73%
15%	76%

Nguồn: Các tính toán dựa trên những giả định trong ví dụ ở phần 17.3

GIỚI HẠN TRONG KHẢ NĂNG TỰ KIỂM SOÁT

Vậy còn giả định con người sẽ theo đuổi các cam kết của chính họ thì sao? Có rất nhiều bằng chứng cho thấy nhiều người gặp phải những vấn đề. Chẳng hạn, sau một kỳ nghỉ đang nhớ, nhiều người trong chúng ta nhận ra rằng thật đáng nếu chi tiêu thêm một ít tiền. Tuy nhiên, nếu sự lựa chọn là giữa một miếng bánh để tráng miệng hay đẩy cái đĩa ra xa, tức là, giữa sự thỏa mãn tức thời và trì hoãn lại, nhiều người sẽ lựa chọn cái đầu tiên. Cuối cùng, không ai muốn từ bỏ những thứ dễ chịu. Chúng ta biết lựa chọn đúng là gì, nhưng đôi khi chúng ta không thể theo đuổi nó được.

Con người nhận ra rằng đôi khi họ cần các quy tắc và luật lệ để áp đặt bản thân. Họ cũng nhận ra rằng việc kiểm soát môi trường có thể sẽ hữu ích. Tiếp tục chế độ ăn kiêng chẳng hạn, chế độ ăn kiêng là một nhóm các quy tắc. Ví dụ, một chế độ ăn kiêng có thể quy định cụ thể rằng một người không nên ăn nhiều hơn một số lượng calo nào đó mỗi ngày, hay không được phép ăn tráng miệng. Việc kiểm soát môi trường thì rất quan trọng. Nếu bạn đang trong một chế độ ăn kiêng không dùng món tráng miệng, có thể sẽ không sáng suốt nếu đi cùng bạn bè đến một nhà hàng có món tráng miệng.

Có nhiều ví dụ cho thấy khó khăn trong việc tự kiểm soát và liên quan đến các cách thức cam kết. Không thể tiết kiệm đủ tiền cho chuyến nghỉ lễ? Gia nhập một câu lạc bộ nghỉ lễ. Không thể duy trì chương trình tập luyện thông thường? Gia nhập một câu lạc bộ có một hợp đồng dài hạn. Không thể dừng chi tiêu? Đóng các thẻ tín dụng lại. Trong bối cảnh tiết kiệm để nghỉ hưu, những người lập kế hoạch có thể dùng đến câu thần chú “chi trả cho bản thân trước”. Đối với những người mua cổ phần của công ty, tiền sẽ được sử dụng trước khi những cám dỗ trỗi dậy. Cách tốt nhất để vận hành một chương trình tiết kiệm như vậy là ngăn ngừa nhu cầu để chống lại việc tiêu dùng bằng cách tự động trích nộp tại nguồn. Đây là lý do mà cơ chế tự động trích nộp tại nguồn thường được sử dụng trong các chương trình 401(k).

CÁC HÀM CHIẾT KHẨU LŨY THỪA VÀ HYPERBOLIC

Nhiều thí nghiệm đã chỉ ra rằng con người (và động vật) thường hành xử như thế họ đang sử dụng một hàm chiết khấu hyperbolic thay vì một hàm lũy thừa.¹⁴ Để hiểu được điều này, xem xét kịch bản sau. Con người lựa chọn giữa hai khoản tiền sau: một khoản tiền nhỏ tại thời điểm t và một khoản tiền lớn hơn tại thời điểm $t+1$. Khi t càng xa, mọi người có thể càng ưa thích khoản tiền lớn hơn. Nhưng khi t càng gần 0 (tức hiện tại), quyết định này thường bị đảo ngược lại. Cụ thể là, nhiều người trong chúng ta sẽ chọn \$115 trong 2 năm tới thay vì \$100 trong một năm tới, nhưng cùng lúc đó sẽ chọn \$100 ngày hôm nay thay vì \$115 trong một năm tới. Điều này cho thấy sự ưa thích không nhất quán. Trong bối cảnh tiết kiệm, nhiều người sẽ thích bắt đầu một chương trình tiết kiệm nghiêm ngặt vào năm tới. “Miễn là không phải hôm nay”.

Gọi ∂ là hiện giá chủ quan của \$1. Đây là số tiền sẽ khiếu cho một người nào đó không phân biệt giữa việc tiết kiệm thêm một đôla hay tiêu xài thêm 1 đôla. Giá trị ∂ liên quan đến lãi suất ưu tiên thời gian (rate of time preference) của một cá nhân, cụ thể như sau:

17.1

$$\partial = 1/(1 + \rho)$$

Trong đó ρ là lãi suất ưu tiên thời gian và $\partial < 1$. Nếu chúng ta sử dụng lãi suất (hay phổ biến hơn là lãi suất chiết khấu) trong công thức này thay vì lãi suất ưu tiên thời gian, chúng ta sẽ có hiện giá khách quan của \$1. Khác biệt ở đây là, trong khi lãi suất là do thị trường quyết định, trong công thức 17.1, lãi suất ưu tiên thời gian lại là chủ quan và phụ thuộc vào từng

cá nhân. Nó thể hiện sự ưu tiên chứ không phải kết quả của thị trường. Ví dụ, một cá nhân nào đó sẽ không phân biệt giữa \$10 hiện tại và \$11 vào năm tới. Điều này hàm ý rằng $\rho = 10\%$ và ∂ là $0.909 (1/(1 + 10\%))$. Nếu người này tại thời điểm hiện tại có thêm một đôla để tiêu dùng hay tiết kiệm, cô ấy sẽ tiết kiệm nếu lãi suất lớn hơn 10%. Ngược lại, nếu lãi suất thấp hơn 10%, cô ấy sẽ tiêu dùng.

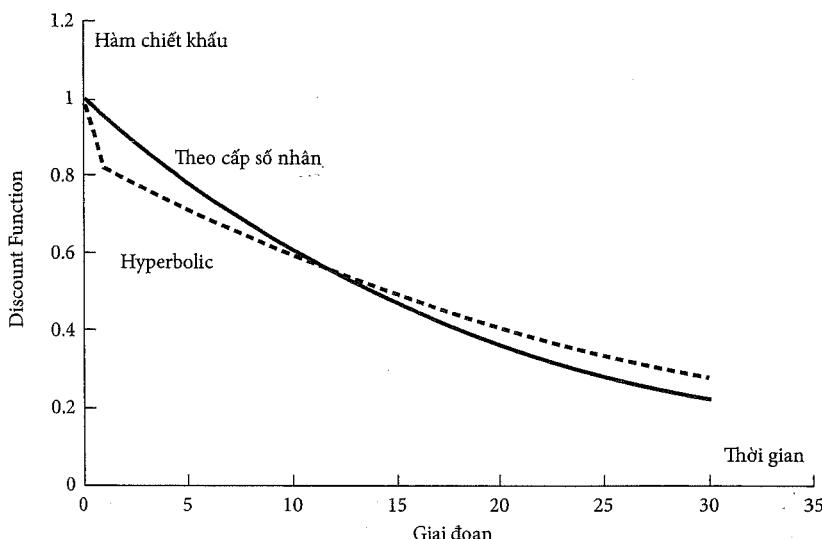
Điều gì xảy ra nếu so sánh giữa \$10 vào năm tới và \$11 vào hai năm tới? Chúng ta cần phải biết hàm chiết khấu chủ quan của cá nhân này. Khi so sánh giá trị nhận biết của một đôla tại các thời điểm khác nhau, kinh tế học cổ điển thông thường sử dụng một hàm chiết khấu lũy thừa. Đối với một cá nhân có hàm chiết khấu như vậy, hiện giá chủ quan của một đôla nhận được trong năm tới là ∂ ; trong hai năm tới là ∂^2 ; trong ba năm tới là ∂^3 ... Tỷ số giá trị chủ quan của một đôla tại một thời điểm t nào đó trên giá trị của một đôla kỳ tới là:

17.2

$$\partial = \partial^t / \partial^{t+1} = \partial^{-1} = 1 + \rho, \quad t \geq 0$$

Chú ý rằng tỷ số này bằng nhau tại mọi thời điểm. Theo nghĩa này, sự ưu thích là nhất quán. Nếu bây giờ bạn thích tiết kiệm 1 đôla trong một năm tới, bạn cũng sẽ thích tiết kiệm 1 đôla ngay bây giờ.

Ai đó thích ý tưởng tiết kiệm 1 đôla trong năm tới nhưng lại không thích làm điều đó ngay bây giờ thì hàm chiết khấu của người này là một hàm hyperbolic (**hyperbolic discount function**). Hình 17.1 thể hiện cả hai dạng hàm chiết khấu lũy thừa và hyperbolic. Để vẽ hàm chiết khấu dạng lũy thừa, chúng ta đặt ∂ bằng 0.951. Hàm hyperbolic có các giá trị $\{\beta, \beta\partial_H, \beta\partial_H^2, \beta\partial_H^3, \dots\}$ trong đó $\beta = 0.85$ và $\partial_H = 0.964$.¹⁵ Lưu ý đến sự sụt giảm dốc đứng ban đầu trong hàm hyperbolic, sau đó thì khá giống với hàm lũy thừa. Những người chiết khấu theo hàm hyperbolic thể hiện sự ưu thích khi so sánh số tiền tại hai thời điểm khác nhau trong tương lai, nhưng họ lại gấp vắn để khi một trong hai số tiền lại ở thời điểm hiện tại. Điều này là do tỷ số giữa giá trị chủ quan của 1 đôla tại thời điểm t so với kỳ tới là β đối với $t = 0$ và bằng ∂_H^{-1} khi $t \geq 1$. Nói cách khác, nó không phải là hằng số. Nếu $\beta < \partial_H^{-1}$, tại các mức lãi suất cho các giá trị trung gian, sẽ xảy ra việc trì hoãn tiết kiệm.

Hình 17.1 Hàm chiết khấu theo cấp số nhân so với hyperbolic

Ghi chú: Giá trị tham số đến từ phần 17.3

Đây rõ ràng là vấn đề tự kiểm soát: chắc chắn là một chế độ ăn kiêng sẽ không thành vấn đề – miễn là tôi có thể bắt đầu vào ngày mai. Theo cách này, trở lại với lựa chọn giữa \$115 và \$100 của chúng ta, lưu ý rằng việc sử dụng hàm lũy thừa dẫn đến một sự lựa chọn nhất quán, đó là chọn số tiền cao hơn. Ngược lại, sử dụng hàm hyperbolic lại dẫn đến việc trì hoãn sự hài lòng – nhưng chỉ khi thực sự trì hoãn.

TÍNH TRÌ HOÃN

Tính trì hoãn liên hệ chặt chẽ với khả năng tự kiểm soát. Như chúng ta đã biết, thông thường các quyết định tài chính đòi hỏi sự phân tích kỹ lưỡng. Không chỉ là vấn đề cố gắng tự kiểm soát trong hoạt động tiết kiệm, mà chúng ta cũng phải quyết định tiết kiệm bao nhiêu và sử dụng công cụ tiết kiệm nào. Chúng ta cũng đã đề cập rằng các kế hoạch 401(k) thường đưa ra rất nhiều các quỹ để lựa chọn. Với tính trì hoãn, thậm chí con người nhận ra rằng việc trì hoãn các quyết định đầu tư có thể rất tốn kém, thì việc trì hoãn các quyết định hay tính trì hoãn có thể vẫn xuất hiện bởi vì có một chi phí tức thời cả về mặt thời gian và nỗ lực. Thực sự, điều này hàm ý rằng giá trị càng lớn, tính trì hoãn càng tồi tệ.¹⁶ Về mặt trực giác, các quyết định quan trọng thường phức tạp hơn, và chi phí tức thời khi phải đương đầu với chúng có thể khuyến khích sự trì hoãn.

BẰNG CHỨNG VỀ KÊ HOẠCH CHUẨN BỊ NGHỈ HƯU

Các bằng chứng khá rõ cho thấy hầu hết mọi người đều không tiết kiệm đủ – và họ biết điều này. Ví dụ, trong một khảo sát, 76% người trả lời tin rằng họ nên tiết kiệm nhiều hơn để nghỉ hưu.¹⁷ Đến lúc nghỉ hưu, thường sẽ có một sự sụt giảm đáng kể trong thu nhập. Tất nhiên, chúng ta nên cẩn thận không quá vội quy kết điều này là do sự bất hợp lý. Cuối cùng, lý thuyết không nói rằng việc tiêu dùng sẽ ổn định. Thay vào đó, lý thuyết cho rằng hữu dụng biên của tiêu dùng sẽ ổn định. Nghỉ hưu có thể dẫn đến một sự thay đổi trong tình hình và khẩu vị: chẳng hạn, có thể nhu cầu đối với các hoạt động giải trí xa xỉ hay du lịch sẽ giảm xuống. Có thể nghiên cứu xác suất này nhưng bởi vì không có lý do hợp lý nào giải thích cho một sự sụt giảm lớn như vậy trong tiêu dùng, suy luận hợp lý là xảy ra một sự sụt giảm không dự báo trước trong mức tiêu dùng của nhiều người.¹⁸

Ai đó có thể đặt câu hỏi liệu những sự sụt giảm lớn trong mức tiêu dùng thực sự có khiến những người nghỉ hưu kém hạnh phúc hơn không.¹⁹ Một khi đã kiểm soát các vấn đề liên quan đến sức khỏe, bất kể có sự sụt giảm mạnh trong thu nhập, cũng không có sự khác biệt rõ ràng nào trong mức độ hạnh phúc được thống kê. Lý giải có thể là con người ước tính quá cao nhu cầu của họ khi nghỉ hưu. Thay vì vậy, tính co giãn đối với những thay đổi trong tình hình có thể đã bị đánh giá thấp, và mối tương quan giữa tiêu dùng và hạnh phúc được nhiều người đánh giá quá cao.²⁰ Bất kể điều này, một sự sụt giảm mạnh trong thu nhập (ngược lại với một sự sụt giảm vừa phải) không phải là điều mà nhiều người mong muốn.

17.4 KHÓ KHĂN TRONG QUYẾT ĐỊNH PHÂN BỐ TÀI SẢN

NHẬN DIỆN VÂN ĐỀ

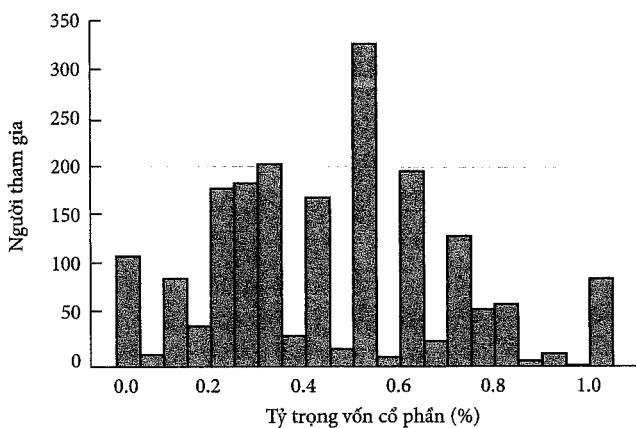
Một phát hiện đặc biệt gây chú ý đó là nhiều người sẽ nghỉ hưu trong tương lai dường như không hiểu về **quyết định phân bổ tài sản (asset allocation)**. Nói cách khác, họ không hiểu làm cách nào để lựa chọn các tài sản để rủi ro tổng thể phù hợp với mức độ chấp nhận rủi ro của mình. Sự nhầm lẫn này có thể gây ra tác hại đó là vì các quyết định phân bổ tài sản thường là quyết định quan trọng nhất đối với thành quả danh mục của một nhà đầu tư trong dài hạn.²¹

Một cách để xác định xem liệu con người có gặp vấn đề này không, đó là xem liệu họ có nhất quán trong lựa chọn khi họ buộc phải đưa ra ý kiến. Như chúng ta đã thấy, khi các cá nhân không chắc chắn, họ thường dựa vào các tự nghiệm, cho phép họ làm những gì mà họ cho là hợp lý. **Tự nghiệm đa dạng hóa (diversification heuristic)** đã được ghi nhận, thông qua đó con người tự động lựa chọn “mỗi thứ một ít – a bit of everything” khi không chắc chắn.²² Shlomo Benartzi và Richard Thaler cung cấp bằng chứng cho thấy tự nghiệm này dường như cũng đóng vai trò nào đó trong các quyết định có tầm quan trọng ngang với phân bổ tài sản.²³ Những nhân viên của Đại học California tham gia trong cuộc khảo sát, khi được yêu cầu phân bổ tiền của họ vào năm quỹ, trong đó bốn quỹ có thu nhập cố định và một là vốn cổ phần, họ đã phân phối 43% vào vốn cổ phần. Mặc dù không có gì sai với quyết định này, nhưng trong thử nghiệm thứ hai, các nhân viên này được yêu cầu phân bổ tiền của họ vào năm quỹ khác, lần này bốn trong năm quỹ là vốn cổ phần. Lúc này, quyết định phân bổ tài sản vào vốn cổ phần là 68% (cao hơn nhiều). Suy luận rõ ràng ở đây là những người tham gia khảo sát bối rối và sự lựa chọn bị tác động đáng kể bởi một danh sách các lựa chọn. Thực sự, vài người có xu hướng phân bổ tỷ trọng $1/n$ trên tổng số tiền vào n quỹ. Trong hoàn cảnh này, tự nghiệm đa dạng hóa đôi khi còn được gọi là **tự nghiệm $1/n$ (1/n heuristic)**.

Các quy tắc hành vi xuất hiện ở nhiều quốc gia. Trong một khảo sát các thành viên của kế hoạch DC ở Canada, những người tham gia được yêu cầu phân bổ giả định tiền lương hưu của họ và một “quỹ đầu tư trái phiếu chính phủ”, một “quỹ đầu tư trái phiếu công ty” và một “quỹ đầu tư vốn cổ phần”²⁴. Câu hỏi thứ hai cũng tương tự, ngoại trừ ba lựa chọn lúc này là một “quỹ đầu tư trái phiếu”, một “quỹ đầu tư vào cổ phần tăng trưởng” và một “quỹ đầu tư vào cổ phần giá trị”.

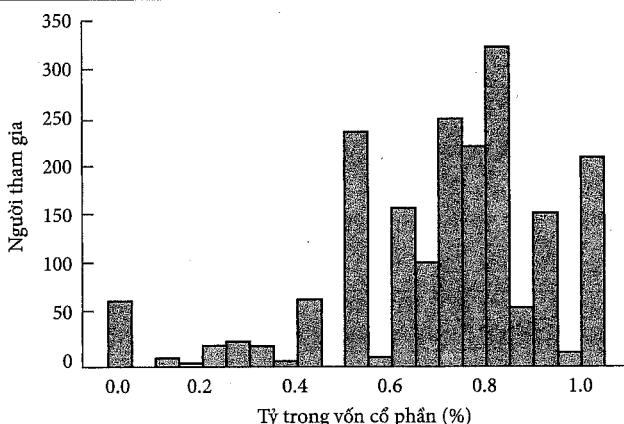
Hình 17.2 và 17.3 cho thấy phân phối tần số đối với hai câu hỏi trên. Ở câu hỏi đầu, khi một trong ba quỹ là vốn cổ phần, tỷ trọng vốn cổ phần trung bình là 43%. Ngược lại, ở câu hỏi thứ hai, khi hai trong ba quỹ là vốn cổ phần, tỷ trọng vốn cổ phần trung bình cao hơn nhiều với 69%. Vì vậy, dựa trên khảo sát này, dường như nhiều người nghỉ hưu trong tương lai, cả ở Mỹ và những quốc gia khác, đều bối rối trước quyết định phân bổ tài sản và dường như bị chi phối bởi danh sách các quỹ đưa ra cho họ. Như chúng ta đã thảo luận trước đây, cách trình bày vấn đề có thể tác động đến quyết định, đặc biệt là khi mức độ hiểu biết thấp.

Hình 17.2 Phân phối tần số về phân bổ vốn cổ phần khi những người tham gia có ba lựa chọn trong đó có một là quỹ đầu tư vốn cổ phần



Nguồn: Deaves, R., 2005, "Flawed self-directed retirement account decision-making and its implications," Canadian investment review (spring), 6-15.

Hình 17.3 Phân phối tần số về phân bổ vốn cổ phần khi những người tham gia có ba lựa chọn trong đó có các quỹ là quỹ đầu tư vốn cổ phần



Nguồn: Deaves, R., 2005, "Flawed self-directed retirement account decision-making and its implications," Canadian investment review (spring), 6-15.

Nhưng các quyết định phân bổ tài sản thực sự có nhất quán với những bằng chứng từ khảo sát? Hãy nghĩ đến lý do vấn đề sẽ không quá nghiêm trọng, đó là các quyết định thực sự là “quan trọng”, bởi vì chúng liên quan đến tiền thật. Vì vậy, con người rất có thể sẽ quan tâm nhiều hơn và dùng đến những lời tư vấn hợp lý hơn.

Bằng chứng cho thấy nhiều điều khác nhau. Benartzi và Thaler phân tích một bộ dữ liệu các quyết định thực sự của 1.5 triệu thành viên của 170 kế hoạch, hai ông kết luận rằng có bằng chứng vững chắc cho thấy danh sách các lựa chọn ảnh hưởng đến quyết định phân bổ – khi có rất nhiều quỹ đầu tư vào vốn cổ phần, con người có xu hướng đặt nhiều tiền của họ vào vốn cổ phần hơn.²⁵ Ngược lại, Gur Huberman và Wei Jiang chỉ ra sự chính xác cao hơn (và lệch lạc giảm xuống) khi nghiên cứu dữ liệu cá nhân và ở cấp độ kế hoạch.²⁶ Họ chỉ ra rằng tự nghiệm $1/n$ có thể đúng khi nhiều người định tỷ trọng bằng nhau cho tất cả các quỹ được chọn – chứ không phải tất cả các quỹ sẵn có. Lưu ý rằng phiên bản tự nghiệm này có thể khá hợp lý. Nếu phân bổ tài sản chính xác đối với một cá nhân là 2/3 vốn cổ phần, điều này có thể thực hiện bằng cách chọn 2 quỹ vốn cổ phần và một quỹ thu nhập cố định và rồi sử dụng tự nghiệm $1/n$. Họ cũng chỉ ra rằng tác động của danh sách các lựa chọn yếu đi khi độ nhạy cảm đối với vốn cổ phần của kế hoạch (phần trăm số lượng quỹ là quỹ vốn cổ phần) và phân bổ vào vốn cổ phần ở cấp độ cá nhân (phần trăm số tiền đầu tư vào quỹ vốn cổ phần) chỉ có tương quan yếu. Đáng chú ý là, nhất quán với các khảo sát, tác động của danh sách các lựa chọn dường như mạnh hơn khi có 10 hay ít hơn các quỹ, so với khi có 11 hay nhiều hơn các quỹ để lựa chọn.

CÓ QUYẾT ĐỊNH PHÂN BỐ TÀI SẢN “CHÍNH XÁC” KHÔNG?

Nếu chúng ta mong muốn khuyến khích những nhà đầu tư - nhân viên xây dựng các kế hoạch giúp họ đạt được mục tiêu của mình thì cần phải biết được điều gì là tốt nhất. Sự thật là không có một phân bổ tài sản chính xác cho một cá nhân bất kỳ nào đó mà các lý thuyết có thể đưa ra. Trong thực tế, có thể có rất nhiều bất đồng. Trong khi các quỹ DB trong quá khứ thường lựa chọn một kết hợp 60-40 cho cổ phiếu và trái phiếu, nhiều người tranh luận rằng tỷ trọng vốn cổ phần nên cao (hoặc thấp) hơn nhiều.²⁷

Các lý thuyết nói gì? Rõ ràng là có hai nhân tố chuẩn tắc về nhân khẩu học là thái độ đối với rủi ro và độ tuổi. Đầu tiên, những người có thái độ e ngại rủi ro cao, hoàn toàn là do sở thích cá nhân, thường sẽ chọn một độ nhạy cảm đối với thu nhập cố định cao hơn trong danh mục của mình. Có bằng chứng cho thấy một biến đại diện cho thái độ đối với rủi ro là giới tính, với việc nữ giới thường e ngại rủi ro hơn so với nam giới.²⁸ Thứ hai, khi một cá nhân ngày càng lớn tuổi và sắp sửa nghỉ hưu, nguồn lực con người có xu hướng giảm sút, yêu cầu một độ nhạy cảm vốn cổ phần thấp

hơn để duy trì một vị thế rủi ro tương đối ổn định.²⁹ Thực sự, những nhà lập kế hoạch tài chính thường đề xuất một tỷ trọng vốn cổ phần không chỉ phù hợp với thái độ đối với rủi ro của nhà đầu tư mà còn sụt giảm 1%/năm khi họ sắp nghỉ hưu.³⁰

Dựa trên các bằng chứng thực nghiệm, một số cá nhân dường như hành xử nhất quán với lý thuyết.³¹ Những nam giới trẻ, chấp nhận rủi ro nhiều hơn sẽ nắm giữ nhiều cổ phiếu hơn.³² Bên cạnh đó, những người có thu nhập cao cũng nắm giữ nhiều cổ phần hơn. Điều này là hợp lý khi thu nhập thường có mối tương quan với nguồn lực cá nhân. Những người đã lập gia đình cũng có xu hướng thiên về cổ phiếu. Có thể giải thích là những gia đình có hai nguồn thu nhập có thể chấp nhận rủi ro nhiều hơn bởi vì khả năng đa dạng hóa những biến động trên thị trường lao động lớn hơn. Những người có giá trị tài sản ròng cao cũng thiên về cổ phần hơn. Mỗi quan hệ nhân quả ở đây lại khá mơ hồ: những người này giàu có hơn là bởi vì họ đã từng chấp nhận rủi ro trong quá khứ, hay họ ưa thích cổ phiếu hơn bởi vì họ có thể trụ lại trước những biến động bất lợi của thị trường? Cuối cùng, thậm chí (thường có tương quan với mức độ an toàn nghề nghiệp) cũng có liên quan đến việc chấp nhận rủi ro.

Cũng có bằng chứng cho thấy việc chấp nhận rủi ro so với độ tuổi là một hàm lồi.³³ Đầu tiên, con người gia tăng chấp nhận rủi ro cùng với tuổi tác, và chỉ sau khi đã đạt mức tối đa, độ nhạy cảm vốn cổ phần bắt đầu sụt giảm. Tính không đơn điệu của hàm số này nhất quán với những phát triển trong lý thuyết gần đây. Nếu thu nhập của một người và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu có tương quan dương ở một mức độ đủ lớn, thì việc chấp nhận rủi ro sẽ gia tăng cùng với thời gian bởi vì nhu cầu phòng ngừa sụt giảm.³⁴ Do đó, thậm chí có thể khi nghỉ hưu, một cá nhân có thể gia tăng độ nhạy cảm vốn cổ phần.³⁵ Ngoài ra, độ nhạy cảm đối với rủi ro làm chủ doanh nghiệp không thể đa dạng hóa thường phổ biến hơn ở những người tương đối trẻ.³⁶ Điều tương tự cũng đúng đối với việc sử dụng đòn bẩy khi mua bất động sản và các dự án cá nhân thiếu tính thanh khoản như việc thành lập các doanh nghiệp tư nhân.³⁷

Tóm lại, mặc dù dường như vài nhà đầu tư hành xử giống như lý thuyết chuẩn tắc, hành vi của phần lớn các nhà đầu tư khác lại không nhất quán với những dự đoán này. Đôi khi dường như họ đặt quá nhiều tiền của mình vào các tài sản có mức độ rủi ro tương đối cao (ví dụ cổ phiếu công ty). Đôi khi dường như lại dùng quá nhiều tiền đầu tư vào tài sản có rủi ro

thấp (như trái phiếu chính phủ). Trong chương kế tiếp, chúng ta khái quát lại tiến trình phân bổ tài sản truyền thống với nỗ lực giúp nhà đầu tư tìm kiếm rủi ro phù hợp với họ. Trong phần tiếp theo của chương này, chúng ta xem xét những thiết kế tiền lương hưu có thể thay đổi như thế nào để giúp những người sắp nghỉ hưu đạt được mục tiêu của họ.

HƯỚNG VỀ GIẢI PHÁP

Chúng ta giả định rằng con người, do thiếu kiến thức hoặc sự chú ý, hay thậm chí là do thiếu lý trí, không hành xử theo một cách thức tối ưu đối với việc nghỉ hưu và tiền lương hưu. Một cách tiếp cận đơn giản lập luận rằng miễn là thông tin công bố đầy đủ thì không cần phải có sự can thiệp nào. Vài người phản bác rằng cách tiếp cận này quá mơ hồ bởi vì nếu những người tham gia thiếu hiểu biết, việc cung cấp thông tin sẽ là không đủ và cần phải có sự can thiệp. Phải thừa nhận là có một định kiến cố hữu đối với quan điểm thứ hai.³⁸ Giả định chúng ta không chỉ có thông tin, có hai cách thức cơ bản để cải thiện tình hình. Cách đầu tiên là cung cấp sự giáo dục và tư vấn nhằm giúp con người tự đưa ra các quyết định sáng suốt. Cách thứ hai là tái thiết kế chương trình lương hưu DC nhằm giúp người tiết kiệm đưa ra các quyết định tốt với sự can thiệp tối thiểu.

GIÁO DỤC CÓ PHẢI LÀ GIẢI PHÁP?

Mặc dù giáo dục trong bối cảnh rộng hơn sẽ được nghiên cứu lại trong chương kế tiếp, ở đây vẫn cần đề cập sơ lược. Chắc chắn là nếu những người nghỉ hưu trong tương lai có được sự hướng dẫn nào đó, họ sẽ được chuẩn bị tốt hơn để tự quản lý tài khoản hưu trí của mình. Mặc dù các bằng chứng không đủ mạnh và có thể có nhiều giải thích, các nhà nghiên cứu nhận thấy một lợi ích nhỏ của đào tạo về tài chính đối với những thành viên trong kế hoạch DC. Câu hỏi then chốt ở đây là: Có phải giáo dục khiến cho hành vi thay đổi? Một vài nghiên cứu ghi nhận rằng việc đào tạo về tài chính trong môi trường làm việc làm gia tăng sự tiết kiệm.³⁹

Mặc dù vậy, việc giải thích cho các bằng chứng có thể gặp khó khăn vì vài nguyên nhân. Chẳng hạn, những người tham dự các buổi hội thảo giáo dục có xu hướng tiết kiệm nhiều hơn – nhưng đâu là mối quan hệ nhân quả? Có thể những người tiết kiệm thường thích tham dự hội thảo hơn. Ngoài ra, khi mọi người tham dự hội thảo và điền vào những khảo sát về dự tính trong tương lai, sau đó, mặc dù họ có thể nói rằng họ sẽ thay đổi hành vi – ví dụ, gia tăng các khoản giữ lại – quan trọng là phải theo

dõi và xem liệu tính trì hoãn của họ có hoàn toàn mất đi hay không, và đó mới là sự thay đổi thực sự.

Có lý do để tin rằng giáo dục sẽ khó mang tính thuyết phục. Để hiểu được vấn đề, xem xét tại sao các sinh viên đại học ngành kinh doanh thường dễ tiếp thu việc giáo dục. Một lý do là họ có ý thức lựa chọn việc lĩnh hội sự giáo dục. Ngoài ra, việc trì hoãn dài dẳng không thật sự là một lựa chọn đối với họ, bởi vì các kỳ thi ở ngay trước mắt. Nhiều thành viên trong các kế hoạch DC không tiếp thu sự đào tạo bằng nhau. Như đã thảo luận trong chương trước (phản mô tả các dạng nhà đầu tư), nhiều người có rất ít hoặc không có hứng thú gì với tài chính cá nhân. Bên cạnh đó, tác động của thời hạn dường như không tồn tại đối với họ – thời hạn lợi ích của họ, tức việc nghỉ hưu, thì khá xa vời đối với phần lớn những cá nhân này. Hiện tại, đúng là không phải họ sắp sửa nghỉ hưu, nhưng nếu những cá nhân này chỉ bắt đầu xem xét vấn đề cẩn thận vào lúc này, trong hầu hết trường hợp, họ để nó lại cho đến khi quá trễ – chỉ giống như một sinh viên đại học trong khóa học về tài chính doanh nghiệp cơ bản mở cuốn sách ra lần đầu tiên vào buổi tối trước ngày thi.⁴⁰

17.5 NHỮNG CẢI TIẾN TRONG THIẾT KẾ DC

Một vài người đề xuất các cơ chế thiết kế lương hưu để hướng các cá nhân hành động theo đúng lý thuyết chuẩn tắc. Việc đăng ký tự động hữu dụng trong việc giúp mọi người tiết kiệm. Một chương trình thông qua đó mọi người gắn họ với một sự gia tăng giữ lại thu nhập theo kế hoạch sẽ hữu hiệu trong việc khiến mọi người tiết kiệm nhiều hơn. Để khuyến khích mọi người tiết kiệm với một độ nhạy cảm với rủi ro phù hợp, một chiến lược đó là sử dụng các quỹ dạng phân bổ tài sản, đặc biệt là những quỹ được thiết kế để điều chỉnh việc phân bổ tài sản một cách năng động khi các cá nhân tiến gần tới thời điểm nghỉ hưu.

ĐĂNG KÝ TỰ ĐỘNG

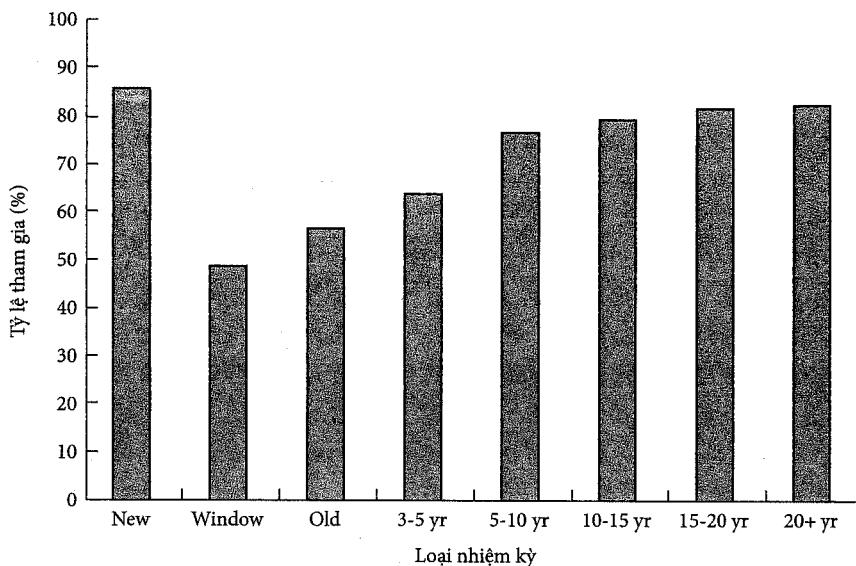
Vấn đề cơ bản nhất đối với những chương trình tiết kiệm tự nguyện như DC đó là tính tự nguyện của các chương trình này. Đây là lý do tại sao chúng ta thấy rằng những hộ gia đình lớn tuổi (những người sinh từ năm 1931 đến 1941) với lương hưu DB dường như có tỷ lệ thay thế thu nhập tương xứng hơn, và tại sao bây giờ có quá nhiều quan ngại rằng những người về hưu (thường là DC) trong tương lai đang được trang bị quá ít

cho việc nghỉ hưu.⁴¹ Điều quan trọng đầu tiên là mọi người phải bắt đầu tiết kiệm.

Brigitte Madrian và Dennis Shea ghi nhận rằng việc **đăng ký tự động** (**automatic enrollment**), tồn tại khi nếu không muốn tham gia thì các nhân viên phải lựa chọn không tham gia vào kế hoạch tiết kiệm hưu trí ở công ty (khi so sánh với phương pháp truyền thống là muốn tham gia vào một kế hoạch như vậy thì nhân viên phải lựa chọn), là một cơ chế mạnh để giúp mọi người khởi đầu.⁴² Một công ty nằm trong danh sách 500 của Fortune quyết định chuyển sang chương trình đăng ký tự động vào ngày 1 tháng 4 năm 1998. Ngoài ra không có thay đổi đáng kể nào khác đối với kế hoạch 401(k). Trước khi thay đổi, việc tham gia kế hoạch chỉ giới hạn với những nhân viên có hợp đồng ít nhất là một năm. Mặc dù tỷ lệ đóng góp là 15%, tỷ lệ đầu tiên ở mức 6% là phù hợp với tỷ lệ phân chia 50% của công ty. Sau ngày 01/04/1998, có hai thay đổi sau: đầu tiên, tất cả các nhân viên hiện tại đều ngay lập tức đủ điều kiện, mặc dù vẫn yêu cầu một năm hợp đồng để đáp ứng được tỷ lệ, và hai là, tất cả các nhân viên mới được đăng ký ngay lập tức (nếu họ không chủ động làm khác đi). Đối với những nhân viên này, tỷ lệ giữ lại là 3%. Ngoài ra, mặc dù công ty đưa ra 9 sự lựa chọn đầu tư (bao gồm một quỹ tiền tệ, một quỹ trái phiếu, một quỹ cân bằng, và vài quỹ vốn cổ phần khác), nếu người lao động không làm khác đi, thì quỹ đầu tư sẽ là quỹ mặc định, là quỹ tiền tệ.

Hình 17.4 cho thấy tỷ lệ tham gia đã tăng vọt. “NEW” là những người lao động được thuê trong năm đầu tiên của chương trình đăng ký tự động. “WINDOW” là những nhân viên hiện tại ngay lập tức đủ điều kiện tham gia vào ngày 1/4/1988, nhưng chưa đủ một năm hợp đồng để nhận được hỗ trợ theo tỷ lệ của công ty. Và cuối cùng, “OLD” là nhóm có từ 1 đến 2 năm kinh nghiệm, nghĩa là họ đã đủ điều kiện và đã nhận được hỗ trợ của công ty nếu tham gia. Chú ý sự khác biệt đáng kể giữa nhóm “NEW” và “WINDOW”: 86% so với 49%.⁴³ Rõ ràng, việc đăng ký tự động hiệu quả trong việc giúp mọi người bắt đầu tiết kiệm. Số liệu cũng hữu ích để chỉ ra tác động của dịch vụ. Thậm chí khi không đăng ký tự động, hầu hết người lao động cuối cùng cũng đăng ký, bởi vì qua thời gian, họ sẽ nhận thấy sự khôn ngoan khi tiết kiệm để nghỉ hưu. 20 năm sau hoặc hơn, 83% đã tham gia, mặc dù lưu ý là tỷ lệ vẫn thấp hơn nhóm NEW. Vì vậy, đối với nhiều người, lợi thế của việc đăng ký tự động tuy có hạn chế trong những năm đầu đi làm, nhưng thời gian trôi qua làm họ nhận thấy rằng đây là những năm quan trọng để tích lũy tài sản.

Hình 17.4 **Việc tham gia kế hoạch 401(k) bằng nhiệm kỳ tiếp theo dịch chuyển đến đăng ký tự động**



Nguồn: Madrian, B. C., and D. F. Shea, 2001, "the power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior," Quarterly Journal of Economics 116, 1149-1187

Mặc dù có những lợi ích rõ ràng, vẫn có một vấn đề quan trọng khi sắp xếp việc đăng ký tự động. Nhiều người đã đăng ký thể hiện một hành vi "mặc định" thông qua quán tính – tức là họ có xu hướng gắn với tỷ lệ giữ lại mặc định và phân bổ tài sản mặc định. Nếu các mặc định này không được lựa chọn cẩn thận, nó có thể dẫn đến việc tiết kiệm không đủ và chấp nhận rủi ro không phù hợp. Trong trường hợp công ty trong ví dụ này, một tỷ lệ giữ lại 3%, mặc dù chỉ là khởi đầu, sẽ khó có thể tài trợ đầy đủ cho việc nghỉ hưu. Và một tài khoản được đầu tư hoàn toàn vào tài khoản tiền gửi thị trường sẽ không có rủi ro cần phải đa dạng hóa theo thời gian và giúp các cá nhân dịch chuyển đến một tỷ lệ thay thế thu nhập hợp lý. Ngoài ra, lưu ý rằng để tận dụng hoàn toàn sự hỗ trợ của công ty, đòi hỏi tỷ lệ tiết kiệm 6%, vì vậy những người bỏ cuộc sẽ chỉ nhận được một nửa của mức hỗ trợ tối đa.⁴⁴ Mặc dù những người đã không tham gia vẫn còn khá hơn, và tồi tệ hơn với những người đã tham gia, nhưng tại tỷ lệ giữ lại cao hơn và với việc phân bổ tài sản phù hợp hơn. Mặc dù một vài người dành thời gian để thay đổi hành vi của họ, hiệu ứng coi trọng hàng hóa sở hữu và hiệu ứng tán thành lại kéo theo một hướng khác. Hiệu ứng coi trọng hàng hóa sở hữu có thể khiến một cá nhân nghĩ rằng việc phân bổ tài sản ban đầu (mặc định) rất lý tưởng. Và **hiệu ứng tán thành**

(endorsement effects) xuất hiện khi một nhân viên tin rằng công ty đang ngầm đưa ra đề xuất trong việc thiết lập một chương trình mặc định nào đó. Thú vị là, Madrian và Shea cũng lưu ý một dạng hành vi bầy đàn. Những người tham gia kế hoạch được thuê trước khi chuyển đổi, nhưng chỉ những người tham gia sau khi chuyển đổi thì thích lựa chọn tài khoản tiền gửi thị trường hơn.

Vì vậy, việc đăng ký tự động thường như không hoàn toàn là giải pháp. Như Madrian và Shea ghi nhận, “để chuyển việc đăng ký tự động từ một đề xuất được - mất sang một đề xuất cả hai cùng có lợi, nhà tuyển dụng phải tìm cách dịch chuyển nhân viên sang một tỷ lệ đóng góp cao hơn và chiến lược mạnh mẽ hơn”⁴⁵. Hai phần kế tiếp sẽ đề cập hai vấn đề này.

CHƯƠNG TRÌNH GIA TĂNG TỶ LỆ GIỮ LẠI THEO KẾ HOẠCH

Như đã đề cập, mặc dù việc đăng ký tự động có thể là một bước tiến, nhưng vẫn có những bất lợi rõ ràng – những người đăng ký tự động thường không thay đổi tỷ lệ giữ lại của họ. Nếu tỷ lệ tự động thấp (ví dụ 3%), quán tính và sự trì hoãn khiến cho các cá nhân không bao giờ tham gia hay bỏ thời gian để tham gia, một kế hoạch có thể khiến họ tiếp tục tỷ lệ giữ lại thấp này đến vô hạn.

Richard Thaler và Shlomo Benartzi lập luận về việc sử dụng một **chương trình gia tăng tỷ lệ giữ lại theo kế hoạch (SDIP – scheduled deferral increase program)** để khắc phục nhược điểm này.⁴⁶ Mục đích của những chương trình này không chỉ nhằm thuyết phục mọi người tiết kiệm, mà còn thuyết phục họ tiết kiệm đầu tiên cho việc nghỉ hưu. Tóm lại, các công ty tuyển những cố vấn tài chính cố gắng thuyết phục người lao động đăng ký tham gia chương trình gia tăng tỷ lệ giữ lại, và họ chỉ bắt đầu đóng góp vào một thời điểm trong tương lai. Thành phần thiết yếu là cơ chế cam kết mà chúng ta đã thảo luận ở trước. Nhớ lại rằng, một cách thức để khiến một cá nhân tập luyện là tham gia một câu lạc bộ sức khỏe. Ở đây nút thắt là ký vào một hợp đồng tham gia một câu lạc bộ sức khỏe sẽ chỉ mở trong ba tháng tới.

SDIP được thiết kế để tận dụng các lách lỗ trong hành vi tồn tại trong lĩnh vực này (thay vì đối đầu với chúng). Thông thường các chương trình này có bốn đặc điểm. Một là, nhân viên được tiếp cận việc cân nhắc ký trước vào một cơ chế cam kết có hiệu lực. Bởi vì con người thích trì hoãn điều khó chịu (Tôi sẽ bắt đầu tập thể dục vào tuần tới), chiến lược này đóng vai trò trong khuynh hướng con người làm điều đúng – chỉ là không

phải ngay bây giờ. Thứ hai, cơ chế cam kết được thiết kế để có hiệu quả với việc tăng lương sắp tới của nhân viên. Điều này đóng vai trò trong sự e ngại thua lỗ và ảo tưởng tiền bạc. Chúng ta đã thảo luận về sự e ngại thua lỗ. Những người phụ thuộc vào ảo tưởng tiền bạc sẽ nghĩ rằng họ khá giả hơn nếu lương của họ tăng chỉ do lạm phát – thực tế, họ sẽ nhầm lẫn giữa giá trị danh nghĩa và giá trị thực (tức đã điều chỉnh lạm phát). Bởi vì sự e ngại thua lỗ có thể khiến họ gia tăng khoản tiền đem về nhà bởi vì một sự gia tăng giữ lại thu nhập đường như không hấp dẫn, thủ thuật ở đây là gia tăng tỷ lệ giữ lại bằng mức tăng lương. Ví dụ, một sự tăng lương 3.5% có thể xuất hiện cùng lúc với một sự gia tăng 3% trong tỷ lệ giữ lại. Tiền mang về nhà sẽ tăng rất ít. Trên thực tế, nếu 2% tăng lương là để bù trừ lạm phát (trong khi 1.5% còn lại là dựa trên năng suất), thì thực tế là có 1.5% cắt giảm trong tiền lương thực. Một vài người nhầm lẫn điều này do “ảo tưởng tiền bạc”, là xu hướng lầm lộn giữa những thay đổi trong mức lương danh nghĩa và mức lương thật (và giá cả).⁴⁷ Thứ ba, gia tăng trong tỷ lệ giữ lại được sắp xếp để liên tục xuất hiện sau ngày tăng lương – cho đến khi đạt mức tối đa đã định trước. Quán tính sẽ giúp ích cho chương trình này, bởi vì những người đã tham gia không thể chủ động yêu cầu từ bỏ – đặc biệt là khi họ dần dần nhận thấy lợi ích của việc tham gia khi số dư tài khoản tăng dần. Thứ tư, với các kế hoạch 401(k) tiêu chuẩn, nhân viên có thể thay đổi ý kiến bất cứ lúc nào. Mặc dù về mặt pháp lý thì không có gì khác khả thi, nhưng đặc điểm này có lợi thế là giúp dễ dàng thuyết phục mọi người tham gia trước tiên.

Thaler và Benartzi nghiên cứu việc sử dụng SDIP ở một vài chương trình thí điểm. Trong một “công ty sản xuất quy mô trung bình”, một nhà tư vấn đầu tư được thuê để cố vấn cho 315 nhân viên đủ điều kiện đáp ứng các kế hoạch tiết kiệm nghỉ hưu. Trong số này, 286 người đồng ý gấp người cố vấn. Sử dụng phần mềm thương mại được thiết kế để chỉ ra tỷ lệ tiết kiệm yêu cầu để đạt được mục tiêu, người tư vấn khuyên mọi người dịch chuyển đến tỷ lệ giữ lại này. Một ngoại lệ là mọi người đường như khá lưỡng lự. Trong trường hợp như vậy, nhà tư vấn đề xuất một sự gia tăng trong tỷ lệ giữ lại không quá 5%. Lời khuyên này được 28% nhân viên chấp nhận. Những người còn lại được đề nghị cơ hội tham gia SDIP với tỷ lệ giữ lại tăng 3% mỗi khi tăng lương cho đến khi đạt được giới hạn đã định trước. 78% những người này đã lựa chọn SDIP.

Chương trình hoạt động theo đúng kế hoạch. Hãy nhìn vào bảng 17.2.⁴⁸ Những người được thuyết phục tham gia chương trình đi từ một tỷ lệ tiết kiệm trước khi được tư vấn là 3.5% đến mức 6.5% sau lần tăng lương đầu

tiên, 9.4% sau lần tăng lương thứ hai, 11.6% sau lần tăng lương thứ ba và 13.6% sau lần tăng lương thứ tư. Những mức gia tăng này thấp hơn mức 3% vì hai lý do sau. Thứ nhất, một vài người đã đạt mức tối đa định trước. Thứ hai, một vài người quyết định bỏ giữa chừng. Mặc dù vậy, họ không giảm tỷ lệ giữ lại về mức ban đầu, vì thế họ vẫn có lợi. Mặc dù vậy, 80% vẫn tiếp tục chương trình sau bốn lần tăng lương. Thú vị là khi so sánh dữ liệu về tỷ lệ giữ lại của những người chấp nhận lời khuyên của chuyên gia tư vấn tài chính với những người tham gia chương trình SDIP. Ban đầu, những người chấp nhận lời khuyên tiết kiệm nhiều hơn, nhưng bắt đầu từ đây xuất hiện quán tính – một quán tính tiêu cực đối với những người chấp nhận lời khuyên bởi vì họ không bao giờ dịch chuyển khỏi tỷ lệ giữ lại ban đầu của mình (nhớ lại về đề xuất 5%), và một quán tính tích cực đối với những người tham gia SDIP, bởi vì không hành động gì có nghĩa là thụ động chấp nhận sự gia tăng tỷ lệ giữ lại trong tương lai.

Bảng 17.2 | Tỷ lệ tiết kiệm trung bình của một SDIP

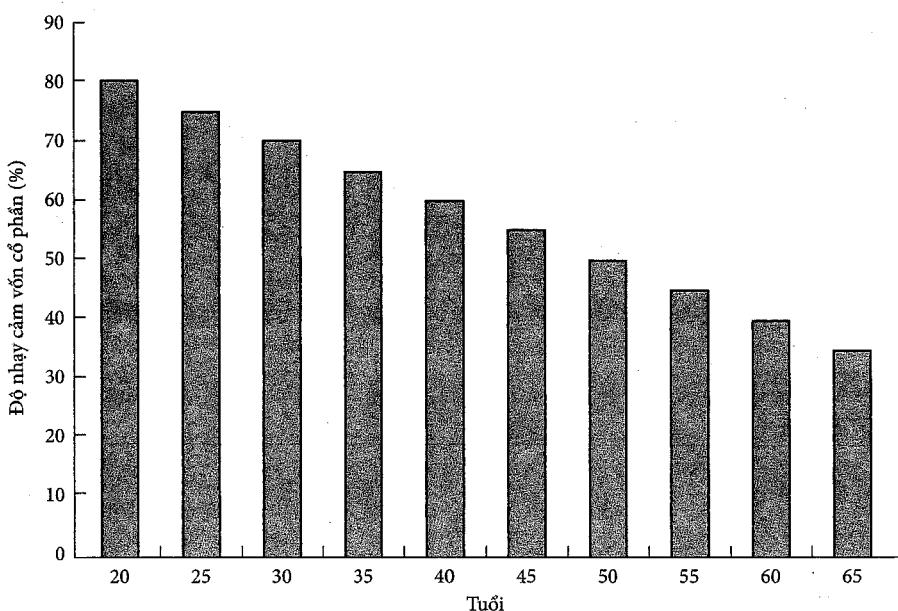
	Không liên hệ với nhà tư vấn	Chấp nhận tỷ lệ tiết kiệm đề xuất	Tham gia SDIP	Từ chối SDIP	Tổng cộng
Số người	29	79	162	45	315
Trước khi tư vấn	6.6%	4.4%	3.5%	6.1%	4.4%
Sau khi tăng lương lần 1	6.5%	9.1%	6.5%	6.3%	7.1%
Sau khi tăng lương lần 2	6.8%	8.9%	9.4%	6.1%	8.6%
Sau khi tăng lương lần 3	6.6%	8.7%	11.6%	6.1%	9.8%
Sau khi tăng lương lần 4	6.2%	8.8%	13.6%	5.9%	10.6%

Thaler, R.H., và S.Benartzi. "Save more tomorrow: Using behavioral economics to increase employee saving", *Journal of Political Economy*, 2004, vol. 112, no. S1.

CÁC QUỸ PHÂN BỐ TÀI SẢN

Chúng ta đã thấy rằng thông thường các nhà đầu tư - nhân viên này dường như không hiểu về quyết định phân bổ tài sản. Ngoài ra, họ còn phụ thuộc vào quanity. Sai lầm đầu tiên hàm ý rằng khi không được tư vấn, họ có thể lựa chọn chấp nhận một mức độ rủi ro không phù hợp với hoàn cảnh của mình. Nguyên nhân khiến quanity gây khó khăn đó là mức độ chấp nhận rủi ro phù hợp thông thường sụt giảm cùng với tuổi tác và thời gian khi càng gần lúc nghỉ hưu. Để có được sự sáng suốt theo đề xuất của những chuyên gia lập kế hoạch tài chính, một cá nhân nên có một độ nhạy cảm vốn cổ phần bằng 100 trừ đi số tuổi. Trong hình 17.5, điều này hàm ý một sự khác biệt rất lớn giữa một người 65 tuổi và một người 20 tuổi.

Hình 17.5 Độ nhạy cảm vốn cổ phần được đề nghị như là một hàm của độ tuổi



Ghi chú: Ở trên được tính toán như là 100 trừ độ tuổi

Giả sử một người 30 tuổi bắt đầu làm việc và đủ am hiểu để bắt đầu một chương trình tiết kiệm đầy đủ với kế hoạch 401(k) của mình. Người này nhận được những lời tư vấn hữu ích và chọn một nhóm các quỹ có độ nhạy cảm vốn cổ phần tổng thể là 70% và độ nhạy cảm 30% với thu nhập cố định. Nhiều nhà cung cấp chào mời các cấp bậc quỹ khác nhau sẽ cho phép nhà đầu tư chỉ chọn một quỹ duy nhất – ở đây là quỹ 70/30 –

sẽ cung cấp đúng mức rủi ro tìm kiếm. Những quỹ khác trong danh sách có thể tăng độ nhạy cảm với vốn cổ phần, như 100/0, 90/10, 80/20, ..., 20/80, 10/90, và 0/100. Những quỹ như vậy thường được gọi là **quỹ đặc thù (lifestyle fund)**.

Ban đầu, tất cả đều rất tốt đẹp. Nhưng khi thời gian trôi qua, phân bổ tài sản của nhà đầu tư này có xu hướng xa rời khỏi mục tiêu vì hai nguyên nhân. Đầu tiên, sau 5 năm, giả định không tái phân bổ tài sản cũng như không có tăng trưởng trong tài sản, độ nhạy cảm vốn cổ phần của nhà đầu tư này nên thấp hơn khoảng 5%. Thứ hai, nghiêm trọng hơn là các quỹ vốn cổ phần trung bình đạt được sự tăng trưởng cao hơn các quỹ thu nhập cố định để bù đắp cho rủi ro tăng thêm. Vì vậy, trong thực tế, sau 5 năm, độ nhạy cảm vốn cổ phần của nhà đầu tư này có thể cao hơn 5%. Hiện tại, trong quá khứ, nó đã được nâng lên để các thành viên tham gia kế hoạch (và những nhà tài trợ thông qua việc liên lạc và đào tạo) quản lý danh mục và thực hiện những điều chỉnh phù hợp trong phân bổ tài sản. Tất nhiên vấn đề là quán tính. Bằng chứng là trung vị của những thay đổi tài sản trong các thành viên của kế hoạch DC trong một nghiên cứu là bằng 0.⁴⁹

Một giải pháp mà thị trường bắt đầu chấp nhận là **quỹ vòng đời - life cycle fund** (hay **quỹ ngày đáo hạn mục tiêu - target date fund**). Ý tưởng thì khá đơn giản. Một quỹ riêng lẻ được nhà đầu tư-nhân viên lựa chọn, không chỉ phù hợp với mức độ rủi ro ban đầu và còn điều chỉnh một cách nồng động độ nhạy cảm vốn cổ phần theo thời gian. Ví dụ, một công ty tiếp thị khéo léo các quỹ này bằng cách sử dụng ngày nghỉ hưu mục tiêu.⁵⁰ Chẳng hạn, một quỹ 2025 có thể được mua bởi một người vào năm 2005 có ý định sẽ nghỉ hưu trong 20 năm nữa. Ban đầu, độ nhạy cảm vốn cổ phần vào khoảng 60%. Sau 5 năm, nó giảm xuống 55%, và cứ thế tiếp tục, kết thúc vào năm 2025 với độ nhạy cảm vốn cổ phần khoảng 40%. Những sản phẩm như vậy đang ngày càng được chào bán nhiều hơn.⁵¹

KẾ HOẠCH 401 (K) LÝ TƯỞNG

Dĩ nhiên không ai thực sự biết kế hoạch 401(k) lý tưởng sẽ như thế nào. Nhưng có thể lập luận rằng nó sẽ kết hợp những bài học từ ba phần trước. Chúng ta đã thấy tầm quan trọng của các chương trình mặc định. Bởi vì nhiều người không bao giờ xa rời hành vi mặc định, chương trình mặc định có thể khiến họ tiết kiệm đầy đủ tại mức rủi ro phù hợp. Vì vậy, chương trình mặc định nên đăng ký tự động (để giúp mọi người bắt đầu

tiết kiệm), dần dần gia tăng tỷ lệ giữ lại lên mức tối đa định trước (đầu tiên đủ thấp để thuyết phục mọi người tham gia chương trình, nhưng sau đó dần dịch chuyển đến tỷ lệ giữ lại đủ để có được tỷ lệ thay thế thu nhập hợp lý), và một công cụ đầu tư là một quỹ phân bổ tài sản hợp lý. Theo cách này, những người không bao giờ dụng một ngón tay sẽ có một kế hoạch nghỉ hưu khá phù hợp với các mục tiêu của họ.

Dĩ nhiên một trong những ưu điểm lớn của kế hoạch 401(k) là lựa chọn của cá nhân. Một kế hoạch 401(k) lý tưởng sẽ tạo ra đủ cơ hội cho những lựa chọn như vậy. Những người mong muốn có sự kiểm soát chủ động hơn đối với kế hoạch nghỉ hưu sẽ được đề nghị một danh sách các quỹ - cả quỹ được quản lý năng động và quỹ đầu tư chỉ số - sẽ bao quát tất cả các dạng phân bổ tài sản. Điều này đặc biệt quan trọng đối với những cá nhân mà các chương trình mặc định không nhất thiết sẽ tối ưu đối với hoàn cảnh của họ.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Phân lớn do được khuyến khích bởi mong muốn kiểm soát chi phí lợi ích của công ty, có một sự dịch chuyển về phía tiền lương DC ở nhiều nước, trong đó các nhà đầu tư-nhân viên phải quản lý chính tài khoản lương hưu của mình.
2. Sự gia tăng của các kế hoạch 401(k) ở Mỹ là một ví dụ điển hình.
3. Kinh tế học truyền thống giả định rằng con người đưa ra các lựa chọn tốt và theo sát các quyết định này
4. Giả định đầu tiên gây ra tranh luận với những khó khăn trong vấn đề tiết kiệm để nghỉ hưu.
5. Giả định thứ hai cũng gây nhiều tranh luận do đặc tính con người là giới hạn trong khả năng tự kiểm soát và tính trì hoãn.
6. Nhiều người dường như có sự ưu tiên thời gian được mô tả bởi một hàm chiết khấu hyperbolic, trong đó giá trị tương đối của tiền ngày hôm nay so với một kỳ tới (hoặc nhiều kỳ) thì lớn hơn giá trị tương đối của tiền trong tương lai so với một kỳ tới nữa.
7. Một vài nhà đầu tư-nhân viên dường như không có sự hiểu biết chắc chắn về phân bổ tài sản, điều này đặc biệt gây lo lắng bởi vì đây có thể là một quyết định đầu tư quan trọng nhất đối với những người sẽ nghỉ hưu trong tương lai.

8. Giáo dục có thể giúp con người ra quyết định tốt hơn, nhưng vẫn có những lý do để hoài nghi tính hiệu quả của nó. Những người có nhiều vấn đề nhất thường là những người ít có khả năng tham gia nhất.
9. Việc đăng ký tự động đã được chứng minh là có hiệu quả trong việc khiến con người bắt đầu một chương trình tiết kiệm đều đặn cho việc nghỉ hưu.
10. Chương trình gia tăng tỷ lệ giữ lại theo kế hoạch cũng hữu ích trong việc khuyến khích con người tiết kiệm đầu tiên để hướng đến những mục tiêu khi nghỉ hưu của họ.
11. Các quỹ đặc thù và quỹ vòng đời phù hợp với nhiều người trong đó họ có thể né tránh các quyết định phân bổ tài sản phức tạp mà không bị thiệt hại.
12. Một kế hoạch 401(k) lý tưởng bao gồm cả những chương trình mặc định phù hợp và lựa chọn một tập hợp các quỹ cho những người muốn tự xây dựng danh mục cho mình.

CÂU HỎI THẢO LUẬN

1. Phân biệt các khái niệm/thuật ngữ sau:
 - a. DC và DB
 - b. Chương trình đăng ký tự động và SDIP
 - c. Hàm chiết khấu lũy thừa và hyperbolic
 - d. Tỷ lệ giữ lại và tỷ lệ thay thế thu nhập
2. Sue là một người có hàm chiết khấu lũy thừa. Hàm số này mô tả sự ưu tiên tại các thời điểm khác nhau và có dạng như sau:

$$\partial(t) = 1/(1.07)^t \text{ với } t = 0, 1, 2, \dots$$

Ngược lại, Bob có hàm chiết khấu hyperbolic như sau:

$$\partial(t) = 1 \text{ với } t = 0$$

$$= 0.8/(1.03)^{t-1} \text{ với } t = 1, 2, \dots$$
- a. Sue và Bob sẽ muốn có: \$1 hôm nay hay \$1.1 vào năm tới? Giải thích.
- b. Sue và Bob sẽ muốn có: \$1 năm tới hay \$1.1 vào hai năm tới. Giải thích
3. Nếu các nhà đầu tư-nhân viên không am hiểu và không thể bị tác động nhiều bởi những nỗ lực đào tạo, cách tốt nhất để cải thiện phúc lợi cho họ là thiết kế tiền lương hưu. Thảo luận.
4. Bạn sẽ thích DC hay DB vào mùa hè năm 2008? Giải thích
5. Sử dụng ví dụ trong bài này (Wendy Chan), tính toán tỷ lệ thay thế thu nhập dựa trên một tỷ lệ giữ lại là 10% và một tỷ suất sinh lợi đầu tư trên tiền tiết kiệm hưu trí là 3.5% (tất cả các giá trị khác không đổi).

CHÚ THÍCH

1. Để năm được nền tảng, xem Munnell, A. H., và A. Sundén, 2004, *Coming up Short: The Challenge of 401(k) Plans*, (Brookings Institution Press, Washington, D. C.). Không phải tất cả những phần lớn các kế hoạch lương hưu dạng DC là các kế hoạch 401(k), được thực thi theo điều khoản 401(k) của Internal Revenue Code. ERISA đầu tiên được thiết kế nhằm gia tăng quyền lợi của người lao động sau sự phá sản của vài kế hoạch DB nổi tiếng. Để biết thêm về các bằng chứng quốc tế, xem Nyce, S. A., và S. J. Schieber, 2005, *The Economic Implications of Aging Societies: The Costs of Living Happily Ever After* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.); và *Financial Times*, 2003, *Defined Contributions: A Lot at Stake When the Switch Comes*, 21/05. Trong một vài trường hợp (ví dụ: Úc, Chile, và Thụy Điển), DC là thành phần quan trọng trong lương hưu của lao động khu vực công.
2. VanDerhei, J., và C. Copeland, 2004, “ERISA at 30: The decline of private-sector defined benefit promises and annuity payments? What will it mean?”, *EBRI Issue Brief* (269).
3. Munnell, A. H., và A. Sundén, 2004, *Coming up Short: The Challenge of 401(k) Plans*, (Brookings Institution Press, Washington, D. C.).
4. VanDerhei, J., 2006, “Defined benefit plan freezes: Who's affected, how much, and replacing lost accruals”, *EBRI Issue Brief* (291).
5. Số lượng kế hoạch DB với hình thức nhận tổng số tiền vào lúc nghỉ hưu đang gia tăng. Vào năm 1995, 85% người lao động trong các cơ sở kinh doanh vừa và lớn tham gia vào các kế hoạch DB không được đề nghị nhận một lúc tổng số tiền hưu. Cho đến năm 2000, 43% nhận được đề nghị này. Xem VanDerhei, J., và C. Copeland, 2004, “ERISA at 30: The decline of private-sector defined benefit promises and annuity payments? What will it mean?”, *EBRI Issue Brief* (269).
6. “Đảm bảo” chi trả lương hưu không nhất thiết là bắt buộc, điều này chỉ tồn tại khi chính phủ đảm bảo. Ở Mỹ, các lợi ích hưu trí cá nhân được đảm bảo bởi Pension Benefits Guaranty Corporation. Các công ty phải trả phí để nhận được bảo hiểm này.

7. Waring, M. B., L. D. Harbert, và L. B. Siegel, 2000, "Mind the gap! Why DC plans underperform DB plans, and how to fix them", *Investment Insights (Barclays Global Investors)* 3 (Số 1, tháng 4).
8. Mitchell, O. S., và S. P. Utkus, 2003, "Company stock and retirement plan diversification", trong O. S. Mitchell, và K. Smetters, eds., *The Pension Challenge: Risk Transfers and Retirement Income* (Oxford University Press, Oxford).
9. Benartzi, S., và R. H. Thaler, 2002, "How much is investor autonomy worth?", *Journal of Finance* 57, 1593-1616.
10. Sethi-Iyengar, S., G. Huberman, và W. Jiang, 2004, "How much choice is too much? Contributions to 401(k) retirement plans", trong O. S. Mitchell, và S. P. Utkus, eds.: *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance* (Oxford University Press, New York).
11. Khi công ty chấp nhận một tỷ lệ đóng góp, việc không tận dụng được lợi thế của nó cũng tương đương với việc "từ bỏ tiền" (leave money on the table).
12. Ameriks, J., và S. P. Zeldes, 2001, "How do household portfolio shares vary with age?", Working paper (Columbia University).
13. Tất nhiên, rất khó để nói chắc chắn rằng đâu là lựa chọn tối ưu hay lựa chọn đúng đắn với một cá nhân bởi vì tất cả chúng ta đều có những ưu tiên khác nhau. Trong phần thảo luận này, chúng ta cho việc khuyến khích tiết kiệm hưu trí là mục tiêu, mặc dù chúng ta nhận thấy rằng không phải tất cả mọi người đều đồng ý với điều này.
14. Xem Laibson, D. I., A. Repetto, và J. Tobacman, 1998, "Self control and saving for retirement", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 91-196.
15. Beta là một nhân tố không đổi cần có để tạo ra hai thành phần của hàm số. Những hàm số và các giá trị tham số này là từ Laibson, D. I., A. Repetto, và J. Tobacman, 1998, "Self control and saving for retirement", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 91-196. Về mặt kỹ thuật, hàm số thứ hai là một hàm gần giống hyperbolic, tức là nó chỉ xấp xỉ hàm hyperbolic. (Nó được sử dụng vì dễ xử lý hơn).
16. O'Donoghue, T., và M. Rabin, 1999, "Procrastination in preparing for retirement" trong H. J. Aaron, ed., *Behavioral Dimensions of Retirement Economics* (Brookings

- Institution Press & Russell Sage Foundation, Washington, D.C., and New York).
17. Xem Laibson, D. I., A. Repetto, và J. Tobacman, 1998, "Self control and saving for retirement", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 91-196. Chú ý rằng những người bẩm sinh có khuynh hướng lập kế hoạch thường là những người tiết kiệm giỏi (xem Ameriks, J., A. Caplin, và J. Leahy, 2003, "Wealth accumulation and the propensity to plan", *Quarterly Journal of Economics* 68, 1007-1048).
18. Đối với trường hợp của Anh, xem Banks, J., R. Blundell, và S. Tanner, 1998, "Is there a retirement-savings puzzle?", *American Economic Review* 88, 769-788. Và đối với trường hợp của Mỹ, xem Bernheim, B. D., J. Skinner, và S. Weinberg, 2001, "What accounts for the variation in retirement wealth among U.S. households?", *American Economic Review* 91, 832-857.
19. Loewenstein, G. F., D. Prelec, và R. Weber, 1999, "What, me worry? A psychological perspective on the economic aspects of retirement", trong H. J. Aaron, ed., *Behavioral Dimensions of Retirement Economics* (Brookings Institution Press & Russell Sage Foundation, Washington, D.C., and New York).
20. Gilbert, D. T., 2006, *Stumbling on Happiness* (Alfred A. Knopf, New York).
21. Xem Brinson, G. P., L. R. Hood, và G. R. Beebower, 1986, "Determinants of portfolio performance", *Financial Analysts Journal* (Tháng 6/tháng 8), 39-44; và Brinson, G. P., B. D. Singer, và G. R. Beebower, 1991, "Determinants of portfolio performance II: An update", *Financial Analysts Journal* (Tháng 5/tháng 6), 40-48.
22. Xem Read, D., và G. Loewenstein, 1995, "Diversification bias: Explaining the discrepancy in variety seeking between combined and separated choices", *Journal of Experimental Psychology: Applied* 1, 34-49; và Simonson, I., 1990, "The effect of purchase quantity and timing on variety-seeking behavior", *Journal of Marketing Research* 27, 150-162.
23. Benartzi, S., và R. Thaler, 2001, "Naïve diversification strategies in defined contribution saving plans", *American Economic Review* 91, 79-98.
24. Deaves, R., 2005, "Flawed self-directed retirement account decision making and

- its implications”, *Canadian Investment Review* (Spring), 6-15.
25. Benartzi, S., và R. Thaler, 2001, “Naïve diversification strategies in defined contribution saving plans”, *American Economic Review* 91, 79-98.
26. Huberman, G., và W. Jiang, 2006, “Offering vs. choice in 401(k) plans: Equity exposure and number of funds”, *Journal of Finance* 61, 763-801.
27. Xem Bodie, Z., và M. J. Clowes, 2003, *Worry-free Investing: A Safe Approach to Achieving Your Lifetime Goals* (Pearson Education, Upper Saddle River, New Jersey); và Thaler, R. H., và J. P. Williamson, 1994, “College and endowment equity funds: Why not 100% equities?”, *Journal of Portfolio Management* (Fall), 27-37.
28. Barsky, R. B., F. T. Juster, M. S. Kimball, và M. D. Chapiro, 1997, “Preference parameters and behavioral heterogeneity: An experimental approach in the Health and Retirement Study”, *Quarterly Journal of Economics* 112, 537-579.
29. Bodie, Z., R. C. Merton, và W. F. Samuelson, 1992, “Labor supply flexibility and portfolio choice in a life-cycle model”, *Journal of Economic Dynamics and Control* 16, 427-449.
30. Phải xác định rõ ràng, không có gì là “hoàn hảo” ở quy tắc này. Tuy nhiên, có lẽ nó vẫn hợp lý đối với nhiều người.
31. Xem Ackert, L. F., B. K. Church, và B. Englis, 2002, “The asset allocation decision and investor heterogeneity: A puzzle?”, *Journal of Economic Behavior and Organization* 47, 423-433; Agnew, J., P. Balduzzi, và A. Sundén, 2003, “Portfolio choice and trading in a large 401(k) plan”, *American Economic Review* 93, 193-215; Ameriks, J., và S. P. Zeldes, 2001, “How do household portfolio shares vary with age?”, Working paper (Columbia University); Bodie, Z., và D. B. Crane, 1997, “Personal investing: Advice, theory and evidence”, *Financial Analysts Journal* 53 (Nov/Dec), 13-23; Faig, M., và P. M. Shum, 2004, “What explains household stock holdings?”, Working paper; và Sundén, A. E., và B. J. Surette, 1998, “Gender differences in the allocation of assets in retirement savings plans”, *American Economic Review* 88, 207-211. Ackert, Church, và Englis (2002) nghiên cứu một khảo sát của Stanford Research Institute. Sundén và Surette (1998) và Faig và Shum (2004) nghiên cứu Survey of

- Consumer Finances. Bodie và Crane (1997), Ameriks và Zeldes (2001), Agnew, Balduzzi, và Sundén (2003) tiến hành những nghiên cứu về lựa chọn phân bổ tài sản thực sự trong các kế hoạch 403(b) hoặc 401(k) với hai nghiên cứu đầu tập trung vào những người tham gia kế hoạch TIAA-CREF và nghiên cứu sau tập trung vào kế hoạch hưu trí của một công ty.
32. Xem Bhandari, G., và R. Deaves, 2006, "Misinformed and informed asset allocation decisions of self-directed retirement plan members", *Journal of Economic Psychology* 29, 473-490. Nghiên cứu này tìm thấy rằng những người thể hiện sự thiếu hiểu biết khi bối rối với các quyết định phân bổ tài sản thường ít có khả năng điều chỉnh độ nhạy cảm vốn cổ phần trong khoảng thời gian làm việc của họ.
33. Ameriks, J., và S. P. Zeldes, 2001, "How do household portfolio shares vary with age?", Working paper (Columbia University).
34. Jagannathan, R., và N. R. Kocherlakota, 1996, "Why shoud older people invest less in stocks than younger people?", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 20(3), 11-23.
35. Viceira, L. M., 2001, "Optimal portfolio choice for long-horizon investors with non-tradable labor income", *Journal of Finance* 56, 433-470.
36. Heaton, J., và D. Lucas, 2000, "Portfolio choice and asset prices: The importance of entrepreneurial risk", *Journal of Finance* 55, 1163-1198.
37. Xem Flavin, M., và T. Yamashita, 2002, "Owner-occupied housing and the composition of the household portfolio", *American Economic Review* 92, 345-362; và Faig, M., và P. M. Shum, 2002, "Portfolio choice in the presence of personal illiquid projects", *Journal of Finance* 57, 303-328.
38. Thaler, R. H., và C. R. Sunstein, 2003, "Libertarian paternalism", *American Economic Review* 93, (Papers & Proceedings), 175-179.
39. Xem Bernheim, B. D., và D. M. Garrett, 2003, "The effects of financial education in the workplace: Evidence from a survey of households", *Journal of Public Economics* 87, 1487-1519; và Lusardi, A., 2004, "Saving and the effectiveness of financial education", trong O. S. Mitchell, và S. P. Utkus, eds.: *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral*

- Finance* (Oxford University Press, New York).
40. Bởi vì việc giáo dục là một món hàng rất khó bán, do đó quan trọng là phải cỗ gắng “tối ưu hóa” nó. Xem thêm thảo luận trong chương 18.
41. Gustman, A. L., và T. L. Steinmeier, 1998, “Effects of pensions on savings: Analysis with data from the Health and Retirement Study”, Working paper (NBER).
42. Xem Madrian, B. C., và D. F. Shea, 2001, “The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior”, *Quarterly Journal of Economics* 116, 1149-1187. Nghiên cứu này cho thấy vào năm 1999, chỉ khoảng 7% những nhà tài trợ kế hoạch 401(k) có chương trình đăng ký tự động.
43. Thực tế, nếu kiểm soát yếu tố thâm niên (có tác động bởi vì con người có thể tham gia nhiều hơn khi họ tích lũy sự cống hiến), nhóm WINDOW chỉ có 37% tham gia nếu có cùng số năm cống hiến.
44. Tuy tỷ lệ đóng góp phân chia sẽ không có hiệu lực nếu chưa hết 1 năm, nhưng nhiều người sẽ không thay đổi tỷ lệ giữ lại cho phù hợp.
45. Như trên, p. 1185.
46. Xem Thaler, R. H., và S. Benartzi, 2004, “Save more tomorrow: Using behavioral economics to increase employee saving”, *Journal of Political Economy* 112, S164-187. Nghiên cứu này đã đưa ra thuật ngữ SMarT (“save more tomorrow”) cho các SDIP.
47. Shafir, E., P. Diamond, và A. Tversky, 1997, “Money illusion”, *Quarterly Journal of Economics* 112, 341-374.
48. Bảng này được rút ra từ Thaler, R. H., và S. Benartzi, 2004, “Save more tomorrow: Using behavioral economics to increase employee saving”, *Journal of Political Economy* 112, S164-187.
49. Ameriks, J., và S. P. Zeldes, 2001, “How do household portfolio shares vary with age?”, Working paper (Columbia University).
50. Fidelity đã đưa ra các quỹ có ngày đáo hạn mục tiêu theo kiểu này.
51. Holden, S., và J. VanDerhei, 2005, “401(k) plan asset allocation, account balances, and loan activity in 2004”, *EBRI Issue Brief* (269).

GIẢM THIẾU LỆCH LẠC, GIÁO DỤC VÀ VIỆC QUẢN LÝ KHÁCH HÀNG

CHƯƠNG

18

18.1 GIỚI THIỆU

Xuyên suốt cuốn sách này chúng ta đã thấy rằng các nhà đầu tư cá nhân (không đề cập đến những người am hiểu) thường bị tác động bởi lệch lạc và cảm xúc. Điều này có thể dẫn đến danh mục mà họ xây dựng không tối ưu. Trong chương cuối cùng chúng ta sẽ thấy rằng các nhà đầu tư-nhân viên có lẽ là thiếu ổn định nhất.

Chương này bắt đầu bằng phần 18.2 với việc xem xét các chiến lược giảm thiểu lệch lạc khác nhau được thảo luận trong các nghiên cứu về tâm lý học. Những chiến lược này cũng có thể được áp dụng trong việc ra các quyết định tài chính. Giáo dục là một chiến lược rõ ràng với các bằng chứng cho thấy lợi ích từ chiến lược này. Trong phần 18.3, chúng ta thảo luận cách thức có thể gia tăng việc giáo dục nếu chúng ta có kiến thức về tâm lý của nhà đầu tư. Phần cuối cùng thảo luận về các nhà quản lý tài sản mà các khách hành của họ có thể bị tác động bởi lệch lạc và cảm xúc. Điều này đặc biệt quan trọng đối với vấn đề phân bổ tài sản.

18.2 LỆCH LẠC CÓ THỂ BỊ LOẠI TRÙ?

Nghiên cứu tâm lý học chỉ ra vấn đề của lệch lạc và khám phá các biện pháp có thể khắc phục. Chúng ta bắt đầu bằng việc xem xét điều gì cần thiết để loại bỏ lệch lạc.

CÁC BƯỚC CẦN THIẾT ĐỂ LOẠI TRÙ LỆCH LẠC

Một khi con người đã “nhiễm - contaminated” lệch lạc, tức là một khi quá trình nhận thức của họ đã bị tác động bởi các yếu tố ít hợp lý, một

vài bước cần thực hiện trước khi loại bỏ hoàn toàn lệch lạc. Những bước đó là:

1. Nhận thức về lệch lạc
2. Động lực loại bỏ lệch lạc
3. Nhận thức về chiều hướng và mức độ của lệch lạc
4. Khả năng loại bỏ lệch lạc

Timothy Wilson, David Centerbar và Nancy Brekke đưa ra một ví dụ về một nhà phỏng vấn tạo dựng một ấn tượng xấu về một ứng cử viên xin việc người dân tộc thiểu số.¹ Mặc dù không chắc chắn, nhà phỏng vấn nghi ngờ rằng một phần quan điểm tiêu cực này có thể là do sự nhạy cảm trước đây đối với định kiến về sắc tộc. Chúng ta hãy ứng dụng các bước trên. Trước hết, nhận thức về lệch lạc: nhà phỏng vấn phải nhận thức được rằng sẽ xuất hiện một quá trình không mong muốn. Điều này có thể là do nội tâm hoặc vì “thuyết đặt nền” (lay theory). Một ví dụ của thuyết này đó là: “Rõ ràng là một nhóm nào đó phải chịu đựng định kiến phân biệt chủng tộc dai dẳng, và nhiều người khác không thuộc nhóm này cũng phải chịu đựng điều đó”. Lưu ý rằng, nếu lệch lạc tinh vi hơn và không thể dễ dàng quy cho một lý thuyết như vậy – giả sử việc nhà phỏng vấn có một cảm xúc tiêu cực từ trong tiềm thức đối với những người thuận tay trái, thay vì những người dân tộc thiểu số, là từ một người dân tộc thiểu số “lao động chân tay” – thì không thể phát hiện được.

Thứ hai, động lực: nhà phỏng vấn có thể bị thúc đẩy muốn sửa chữa lệch lạc này. Điều này có thể là do cá nhân đó là một người tử tế và muốn làm những điều đúng đắn, hoặc có thể lo sợ bị sa thải hoặc kiện tụng nếu những mẫu hình sai kéo dài này bị tiết lộ.

Thứ ba, cần phải có sự nhận thức về chiều hướng và mức độ của lệch lạc. Bởi vì định kiến sắc tộc có thể khiến một người nuôi dưỡng những ấn tượng tiêu cực, chiều hướng thì rõ ràng, nhưng mức độ thì không dễ xác định. Có thể là ứng viên này kém và sắc tộc nhiều lầm chỉ có tác động tiêu cực rất ít khi nhà phỏng vấn đánh giá. Hoặc có thể là ứng viên này khá tốt và lệch lạc đã gây tổn hại phần lớn đến triển vọng của người này. Vấn đề trong trường hợp đầu tiên đó là việc sửa chữa có thể làm cho tình hình tồi tệ thêm. Giả sử ứng viên này đạt được 5 trên thang điểm 10. Tuy nhiên, có một tác động nhỏ từ lệch lạc đẩy điểm số xuống 4.5. Nếu nhà phỏng vấn nghi ngờ là lệch lạc đáng kể và điều chỉnh tất cả lên mức 8, đã xảy ra phản ứng quá mức, và điểm số sau khi “sửa lại” thậm chí còn cao hơn thực tế.

Thứ tư, khả năng: nhà phỏng vấn phải có khả năng điều chỉnh phản ứng của mình, tức là phải kiểm soát được trí óc. Luôn có khả năng là thậm chí nghi ngờ bị lệch lạc, nhà phỏng vấn vẫn không thể lờ đi ấn tượng tiêu cực mà nó gây ra.

Trong các thị trường tài chính, một vài trong số những điều kiện này có thể đáp ứng dễ dàng, một số khác thì không. Lấy ví dụ về một người theo đuổi mù quáng thành quả trong quá khứ và đánh đổi bằng chi phí khi không đa dạng hóa. Yêu cầu đầu tiên, sự nhận thức, là một chuỗi ngại đáng kể. Nhiều người đơn giản là không nhận thức được tác động ảnh hưởng của lệch lạc tức thời lên suy nghĩ của họ. Yêu cầu thứ hai, động lực, sẽ ít gây khó khăn hơn. Rõ ràng với tiền, con người sẽ dễ dàng thúc tinh hơn. Yêu cầu thứ ba, chiều hướng và mức độ, cũng là vấn đề lớn. Chiều hướng thì rõ ràng trong khi mức độ thì kém hơn. Như chúng ta đã thảo luận, hợp lý khi nhìn vào (mà không bị chi phối) thành quả trong quá khứ, bởi vì nó là một dự báo kém cho thành quả tương lai. Nhưng sự tinh vi có thể xuất hiện: mặc dù quán tính giá đã từng là chiến lược rất có giá trị, nhưng phải cẩn thận để chọn đúng khoảng tỷ suất sinh lợi trong quá khứ. Yêu cầu thứ tư, khả năng, thường là trở ngại khá nhỏ. Đơn giản là phải điều chỉnh danh mục cho phù hợp. Khó khăn duy nhất là nếu tài khoản được quản lý bởi một người bên ngoài (ví dụ, một nhà môi giới) – cá nhân này có thể cố gắng đưa ra những phản bác lại.

Từ phần thảo luận này, chúng ta thấy rằng việc loại bỏ lệch lạc là một tiến trình khó khăn.² Vì vậy, kiểm soát độ nhạy cảm, tức là quản lý môi trường xung quanh để lệch lạc chỉ xảy ra đối với những khó khăn lớn có lẽ là giải pháp tốt nhất. Trong trường hợp định kiến sắc tộc, nếu nhà phỏng vấn chưa từng có những phát ngôn hay hành động phản ánh lệch lạc này, thì không thể tồn tại bất cứ sự nguy hại nào. Mặc dù vậy, vấn đề đó là những định kiến như vậy thường được “học” từ khi còn nhỏ. Tuy nhiên, khi đã trưởng thành, nhà phỏng vấn có thể tránh lắng nghe những người có quan điểm lệch lạc như vậy.

Còn nhà đầu tư phụ thuộc vào hiệu ứng thời? Vấn đề đó là nhà đầu tư này đang tập trung quá nhiều vào quá khứ gần đây. Lời khuyên đúng – ngược với trực giác, bởi vì nó sẽ sai trong hầu hết các lĩnh vực khác, như lái xe – đó là chú ý ít hơn. Cá nhân này không nên kiểm tra chứng khoán và tài khoản giao dịch của mình hàng ngày: một khoảng thời gian định kỳ sẽ tốt hơn. Trong phần tiếp theo, chúng ta thảo luận xa hơn về việc kiểm soát môi trường.

CÁC CHIẾN LƯỢC KHI BỊ TÁC ĐỘNG BỞI LỆCH LẠC

Khi chúng ta phát hiện ra ai đó đang bị tác động bởi lệch lạc, chúng ta có thể làm gì? Baruch Fischhoff đề xuất một nguyên tắc phân loại các **chiến lược giảm thiểu lệch lạc (debiasing strategy)** dựa trên sự phân biệt giữa “xét đoán có thể hoàn thiện - perfectible judges” và “xét đoán không thể khắc phục – incorrigible judges”.³ Cái đầu tiên có thể học cách để vượt qua các lệch lạc, vì vậy đối với nhóm này có rất nhiều phương pháp khắc phục và giáo dục.

Để loại trừ những hành vi không mong muốn trong xét đoán có thể hoàn thiện, có những cách thức dưới đây, xếp theo thứ tự mức độ can thiệp tăng dần:

1. Cảnh báo về vấn đề
2. Mô tả vấn đề
3. Đưa ra những phản hồi mang tính cá nhân
4. Huấn luyện bao quát

Xem xét vấn đề thường gặp đối với biến thể ước lượng sai của tâm lý quá tự tin. Trước hết chúng ta có thể cảnh báo những người được yêu cầu đưa ra đánh giá rằng nhiều người gặp khó khăn khi đưa ra khoảng tin cậy phù hợp, mà không chỉ ra chính xác bản chất của lỗi sai này. Dạng cảnh báo này có thể dẫn đến sự tập trung trí óc. Bước tiếp theo là trực tiếp nói rằng hầu hết mọi người có xu hướng đưa ra những khoảng tin cậy quá hẹp – tức là một người trung bình thường quá tự tin. Tuy nhiên, một vài người sẽ nghĩ rằng chỉ có những người khác mới bị ảnh hưởng. Vì vậy, việc cung cấp các **phản hồi (feedback)** mang tính cá nhân, trong đó mọi người được kiểm tra và chỉ ra sự ước lượng sai, là bước kế tiếp.⁴ Cuối cùng, huấn luyện bao quát có thể hướng con người ước lượng đúng. Một số nghiên cứu đã công nhận tính hiệu quả của phương pháp cuối này.⁵ Một kỹ thuật huấn luyện được chứng minh hữu dụng là giúp mọi người liệt kê ra những nguyên nhân tại sao những câu trả lời của họ lại có thể sai.⁶

Chúng ta có thể làm gì với xét đoán không thể khắc phục? Để loại bỏ những hành vi không mong muốn trong nhóm này, có các phương pháp sau:

1. Thay thế chúng
2. Ước tính lại câu trả lời
3. Đưa lỗi sai vào việc lập kế hoạch

Một ví dụ thứ hai, các nhà nghiên cứu đề xuất một kỹ thuật để giảm thiểu lệch lạc của những nhà dự báo quá tự tin, với điều kiện phải có lịch sử các câu trả lời của họ.⁷ Giả định tâm lý quá tự tin thể hiện rõ trong sự lạc quan thái quá (hoặc có lẽ là sự bi quan) và ước lượng sai. Giả định bạn có một chuỗi dữ liệu theo thời gian các dự báo về tốc độ tăng GDP hàng quý trong 10 năm qua của một người nào đó. Bên cạnh việc đưa ra các ước lượng điểm, cá nhân này còn cung cấp khoảng tin cậy 90%. Giả sử các dự báo của chuyên gia L, X, U lần lượt là giới hạn dưới, ước lượng điểm và giới hạn trên của những thay đổi trong lãi suất tháng tới. Chúng ta có thể thay đổi trong con số này như thế nào để phản ánh kinh nghiệm trong quá khứ? Giả định rằng giá trị thực trung bình (X^*) sai khác khỏi ước lượng điểm X là do nhân tố β . Như vậy, ước lượng điểm đã giảm thiểu sai lệch X^* sẽ là:

18.1

$$X^* = \beta X$$

Giả sử tốc độ tăng trưởng GDP trung bình là 2%/năm, nhưng nhà dự báo lại đưa ra con số 2.5%. Điều này hàm ý $\beta = 0.8$. Nếu dự báo cho quý tới là 1%, nó sẽ được điều chỉnh thành:

18.2

$$X^* = 0.8 \times 1\% = 0.8\%$$

Ngoài ra, khoảng chênh lệch giữa giới hạn trên và ước lượng điểm trong quá khứ cũng quá hẹp bởi nhân tố $\alpha(U)$. Khoảng chênh lệch này sau khi giảm thiểu lệch lạc sẽ là:

18.3

$$U^* - X^* = \alpha(U) \times (U - X)$$

Tương tự, khoảng chênh lệch giữa giới hạn dưới và ước lượng điểm sau khi giảm thiểu lệch lạc sẽ là:

18.4

$$L^* - X^* = \alpha(L) \times (L - X)$$

Cho $\alpha(U) = \alpha(L) = 1.5$. Điều này có nghĩa là nửa khoảng tin cậy trên và nửa khoảng tin cậy dưới phải được kéo rộng ra 50%, tức là toàn bộ khoảng tin cậy phải kéo rộng ra 50%. Giả định $U = 2\%$ và $L = 0\%$, $U - L = 2\%$. Khoảng tin cậy sau khi điều chỉnh sẽ tăng 3%. Điều này có nghĩa là **khoảng tin cậy sau khi giảm thiểu lệch lạc (debiased confidence interval)** bây giờ sẽ là $U^* = 2.3\%$ và $L^* = -0.7\%$.

Với những điều chỉnh này, mặc dù chuyên gia này vẫn mắc lỗi, nhưng dự báo sau khi đã được điều chỉnh của người này ít nhất cũng có mức độ

lạc quan/bi quan phù hợp và được ước đúng. Mặc dù việc ước lượng lại có thể hữu dụng trong những trường hợp này, nhưng nếu cá nhân thiếu các thông tin cần có để thực hiện nó và còn nhận thức được rằng có thể có sai lệch đáng kể, thì sai lệch phải được dự phòng. Một phương pháp có thể là xem xét các quan điểm hay dự báo khác.

18.3 GIẢM THIẾU LỆCH LẠC THÔNG QUA GIÁO DỤC

Bây giờ chúng ta trở lại với vấn đề sử dụng giáo dục để giảm thiểu lệch lạc khi đưa ra các quyết định tài chính. Chúng ta sẽ thấy rằng yếu tố tâm lý tiếp tục đóng vai trò hữu ích trong khía cạnh này.

ĐỊNH DẠNG XU HƯỚNG PHONG CÁCH LỐI SỐNG, TÍNH CÁCH CÁ NHÂN VÀ THÁI ĐỘ ĐỐI VỚI TIỀN BẠC

Dưới đây là những câu hỏi quan trọng trong lĩnh vực giáo dục về tài chính? Những người nào sẽ gặp khó khăn nhất? Ai sẽ bị tác động bởi các lệch lạc hành vi nhiều nhất? Những người này có đặc điểm nhân khẩu học nào cụ thể không? Họ có rơi vào nhóm tính cách cụ thể nào không? **Định dạng xu hướng phong cách lối sống (psychographic profiling)**, một kỹ thuật marketing phổ biến, là tiến trình phân các cá nhân thành các nhóm dựa trên tính cách, thái độ, giá trị và niềm tin. Nó thường được sử dụng trong bối cảnh này bởi vì nếu chúng ta biết những dạng người nào dễ bị ảnh hưởng bởi những vấn đề nào, chúng ta có thể tập trung đúng chỗ.

Kỹ thuật định dạng tâm lý lối sống nổi tiếng nhất có lẽ là đánh giá tính cách thông qua chỉ báo Myers-Briggs.⁸ Theo Myers-Briggs, sau khi điền vào bảng câu hỏi, mọi người có thể được phân thành 16 **dạng tính cách (personality types)**. Điều này được thực hiện bằng cách xác định một người rơi vào thang đo nào trong số bốn thang đo thuộc tính chính sau đây:

1. E và I (Hướng ngoại hay hướng nội): Bạn có tương tác với thế giới hay không?
2. S và N (Cảm tính hay trực giác): Bạn chú ý đến loại thông tin nào?
3. T và F (Suy nghĩ và cảm giác): Bạn ra quyết định như thế nào?
4. J và P (Đánh giá và nhận thức): Bạn hành động theo một khuôn mẫu hay tự phát?

Việc con người thuộc dạng nào sẽ hữu ích trong việc dự báo những sai lầm hành vi như quá tự tin và lạc quan, và có thể tiết lộ nhiều hơn về mức độ chấp nhận rủi ro thực sự so với bảng câu hỏi thông thường.⁹ Tính cách ESTP (hướng ngoại – cảm tính – suy nghĩ – nhận thức) có xu hướng e ngại rủi ro ít nhất và quá tự tin nhiều nhất (xếp sau là ENTP, ESTJ, ISTP, và ESFP). Ngược lại, tính cách INFJ (hướng nội – trực giác – cảm giác – đánh giá) có xu hướng e ngại rủi ro nhiều nhất và quá tự tin ít nhất (xếp sau lần lượt là ENFJ, INFP, INTJ, và ISFJ).

Những bài kiểm tra tính cách khác được thực hiện trong bối cảnh tài chính. Một ví dụ là phép phân loại tính cách Keirsey, chia con người thành 4 nhóm tính cách cơ bản: người bảo vệ, người thủ công, người lý trí và người duy tâm.¹⁰ Những người bảo vệ có xu hướng là những nhà quản lý thận trọng và tuân thủ quy tắc, những người thủ công thì mang tính thúc ép và cạnh tranh, những người duy tâm lại khá quan tâm đến sự tăng trưởng và phát triển cá nhân, và những người lý trí là những người giải quyết vấn đề theo hướng khoa học. Nghiên cứu đã chỉ ra đây là dự báo hữu ích đối với mức độ chấp nhận rủi ro và sự ưu tiên chứng khoán nội địa so với chứng khoán quốc tế.¹¹

Quá trình định dạng tâm lý lối sống được thiết kế riêng cho tài chính. Cách tiếp cận chủ yếu là phân nhóm người trả lời dựa trên những thuộc tính có thể đo lường được về thái độ của họ đối với tiền bạc (**money attitude**). Giá trị tăng thêm khi đến một mức độ nào đó thì phong cách về tiền bạc có thể giải thích cho hành vi nhà đầu tư hơn cả yếu tố nhân khẩu học thuần túy. Một ví dụ điển hình là nghiên cứu được tiến hành bởi công ty quản lý tiền Vanguard, sử dụng kỹ thuật thống kê phân tích theo nhóm để phân các thành viên của kế hoạch DC thành các nhóm có phong cách về tiền bạc khác nhau.¹²

Nghiên cứu Vanguard sử dụng một chuỗi các câu hỏi tập trung vào các nhân tố liên quan đến sự hứng thú trong việc lập kế hoạch tài chính và nghỉ hưu, hành vi tiết kiệm, tâm lý lạc quan, và sự chấp nhận rủi ro. Kết quả cuối cùng cho ra năm nhóm sau (với phần trăm của mẫu trong ngoặc):

1. Những người lập kế hoạch thành công (21%)
2. Những người lập kế hoạch đầy triển vọng (26%)
3. Những người hành động an toàn (20%)
4. Những người né tránh đầy âu lo (19%)
5. Những người né tránh chỉ biết đến hôm nay (14%)

Những người lập kế hoạch thành công lớn tuổi hơn và giàu có hơn. Có tầm nhìn đối với việc nghỉ hưu, họ có những mục tiêu rõ ràng và hứng thú trong việc lập kế hoạch nghỉ hưu. Họ thích các vấn đề liên quan đến tài chính, và lạc quan rằng họ sẽ đạt được những mục tiêu của mình. Những người tiết kiệm có kỷ luật thường thoải mái với việc chấp nhận rủi ro của vốn cổ phần, và sẵn lòng chấp nhận rủi ro đáng kể nhằm kiếm tỷ suất sinh lợi cao hơn.

Những người lập kế hoạch đầy triển vọng có thể được xem là những người thành công nếu được đào tạo. Trẻ và ít chắc chắn hơn so với những người lập kế hoạch thành công, họ vẫn ưa thích việc lên kế hoạch và các vấn đề liên quan đến tài chính. Họ chưa sẵn sàng để đạt được các mục tiêu nghỉ hưu nhưng lạc quan là cuối cùng họ cũng sẽ làm được. Những người tiết kiệm có kỷ luật sẵn sàng chấp nhận thêm rủi ro để tăng tỷ suất sinh lợi.

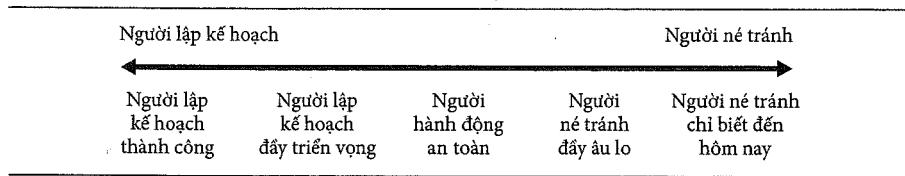
Nhóm tiếp theo, những người hành động an toàn, có xu hướng lớn tuổi và khá giả hơn mức trung bình. Tầm nhìn của họ đối với việc nghỉ hưu ít tập trung vào mục tiêu hơn so với những người lập kế hoạch và họ cũng không thực sự yêu thích việc lập kế hoạch tài chính và các vấn đề liên quan đến tài chính. Lạc quan là họ sẽ đạt được những mục tiêu nghỉ hưu của mình, họ là những người sẵn lòng tiết kiệm. So với những người lập kế hoạch, họ thường lưỡng lự khi chấp nhận rủi ro để đổi lấy tỷ suất sinh lợi cao hơn.

Những người né tránh đầy âu lo có xu hướng hối tiếc. Hầu hết thông tin của họ thường đến từ những người đưa ra kế hoạch và nhà tuyển dụng. Lo lắng về tương lai và không có định hướng mục tiêu, họ bối rối trước việc lập kế hoạch tài chính và các vấn đề tài chính nói chung. Bi quan về việc liệu họ có thể đạt được các mục tiêu nghỉ hưu, hành vi tiết kiệm của họ có đặc điểm là lộn xộn và lo lắng. Họ cũng có xu hướng thiếu tự tin về các kỹ năng đầu tư của mình.

Cuối cùng, những người né tránh chỉ biết đến hôm nay, là những người trẻ hơn các nhóm khác và không tập trung cho tương lai. Họ hầu như không có hứng thú đối với việc lập kế hoạch tài chính và các vấn đề liên quan đến tài chính. Đối với họ việc nghỉ hưu là cái gì đó rất xa vời. Họ hầu như không có chút hài lòng nào với việc tiết kiệm. Xét theo mức độ chấp nhận rủi ro, họ có một thái độ trung lập. Hình 18.1 cho thấy các nhóm này có thể xếp theo một chuỗi liên tục từ lập kế hoạch – né tránh với những người lập kế hoạch thành công và những người né tránh chỉ

biết đến hôm nay nằm ở hai cực. Trong phần thảo luận còn lại sẽ làm rõ hơn sự khác biệt giữa người lập kế hoạch và người né tránh.

Hình 18.1 Chuỗi liên tục người lập kế hoạch – né tránh



Üng hộ cho công trình nghiên cứu phân loại theo thái độ này, những bằng chứng gần đây cho thấy những người lập kế hoạch hành xử khác với những người né tránh cả trong hành vi tiết kiệm và đầu tư. Nếu những người lập kế hoạch chủ động cân nhắc tình hình tài chính trong tương lai và mức độ chuẩn bị của họ ở hiện tại, họ có thể hành động bất cứ khi nào phát hiện thấy sự thiếu hụt. Thực tế, nghiên cứu chỉ ra rằng những người có kế hoạch thường tích lũy tài sản tốt hơn.¹³ Bên cạnh đó, những người lập kế hoạch thường thoải mái khi chấp nhận rủi ro hơn so với những người né tránh.¹⁴ Ai là những người lập kế hoạch? Theo nghiên cứu của Vanguard và các chứng minh khác, nam giới lớn tuổi và giàu có hơn (đặc biệt những người có sở hữu một căn nhà) thì thường là những người lập kế hoạch.¹⁵

TỐI UU HÓA GIÁO DỤC

Chúng ta đã thấy rằng con người bị tác động bởi các lệch lạc hành vi và lệch lạc này có thể khiến họ chệch hướng. Như đã đề xuất ở trên, đối với những người cầu tiến (và hi vọng là hầu hết mọi người), giáo dục có thể là một chiến lược hữu dụng. Một dạng giáo dục đơn giản là truyền đạt đến các cá nhân rằng họ có xu hướng thiên về các dạng lệch lạc nào đó, và chúng có thể tác động như thế nào. Ý tưởng ở đây là nếu được báo trước, họ sẽ điều chỉnh.

Những cuốn sách về tài chính hành vi được thiết kế cho nhiều người đọc đôi khi cố gắng giải quyết nhiệm vụ này, một ví dụ là cuốn sách của John Nofsinger: *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing and What to Do About It*.¹⁶ Trong chương “Chiến đấu với lệch lạc”, ông đưa ra một danh sách những lệch lạc chủ yếu, cùng với những tác động có thể có lên hành vi đầu tư và các hệ quả của nó. Người đọc cũng được trình bày chuỗi các chiến lược, ví dụ như sử dụng các bảng định lượng và kiểm soát môi trường đầu tư. Có lập luận rằng là chiến lược

này có thể hữu ích trong việc tối thiểu hóa vấn đề. Ví dụ, người đọc được hướng dẫn kiểm tra và giao dịch các chứng khoán không nhiều hơn 1 lần/tháng và tổng kết lại toàn bộ danh mục hàng năm. Điều này sẽ giảm bớt tác động của những biến động tạm thời trong giá, những dao động này có thể theo xu hướng đi xuống và vì vậy có thể gây ra sự e ngại thua lỗ, cảm giác hối tiếc và lẩn tránh.

Những nhà cung cấp chuyên nghiệp về giáo dục trong tài chính muốn sản phẩm của họ hiệu quả hết mức có thể. Một cách có thể làm cho giáo dục hiệu quả hơn là thông qua sự điều chỉnh thích ứng (customization) với độc giả liên quan. Đây là vấn đề đặc biệt quan trọng đối với những người thiết kế các tài liệu hướng dẫn trong thị trường kế hoạch lương hưu DC đang tăng trưởng nhanh chóng. Trong chương trước đã làm rõ, nhiều thành viên trong các kế hoạch này là những nhân viên kiêm nhà đầu tư ít am hiểu. Tuy nhiên, trong nhóm này, những người lập kế hoạch có xu hướng có nền tảng khá vững chắc. Mức độ chuẩn bị của họ hầu như không bị ảnh hưởng bởi việc giáo dục mà họ được hay không nhận được. Ngược lại, những người né tránh là những nhóm cần được hướng đến. Vì vậy, giáo dục trong các kế hoạch DC nên đáp ứng cho những người né tránh.

Nếu giáo dục có bất kỳ tác động nào đối với những người né tránh thì nó phải đóng vai trò trong điểm mạnh của họ. Những người né tránh có thể bị ảnh hưởng bởi cái được gọi là “phương pháp học dựa trên người học”.¹⁷ Ý tưởng này đó là giáo dục sẽ hiệu quả hơn nếu tập trung vào người học chứ không phải là thông tin. Mục đích là khiến các thành viên trở thành những người có mục tiêu trực tiếp và tự kỷ luật, chứ không phải những người chỉ tiếp nhận thông tin và kết nối các quy tắc với nhận thức và kinh nghiệm bản thân. Những người né tránh có thể không có nhiều hứng thú và nhạy bén đối với tài chính, nhưng giống như phần lớn chúng ta, họ được trang bị đầy đủ kinh nghiệm quá khứ.

Trong một bài kiểm tra của phương pháp này, được thực hiện tại Dịch vụ hưu trí và đầu tư (CIGNA), những nhân viên tư vấn qua tổng đài, những người thường trả lời những câu hỏi khá chân thật về các kế hoạch lương hưu DC, được huấn luyện để khuyến khích người gọi thảo luận về các lợi ích của tiết kiệm và tỷ lệ giữ lại hiện tại của họ.¹⁸ Điều này không được làm theo cách giảng giải, mà là cách tiếp cận dựa trên kinh nghiệm. Họ trở thành “những nhà giáo dục cải trang”. Tỷ lệ giữ lại đã tăng lên đáng kể.

Một lĩnh vực khác có thể sử dụng sự điều chỉnh thích ứng là các trang web lập kế hoạch nghỉ hưu.¹⁹ Điều quan trọng đầu tiên là phải khiến những người né tránh ghé thăm các trang web này. Nên tối thiểu hóa các rào cản. Ví dụ, đối với quán tính và tính trì hoãn của những người né tránh, tốt hơn nên có những đường dẫn chủ trọng trong thư điện tử thông báo cho những người tham gia biết về trang web thay vì thông báo bằng một lá thư gửi qua đường bưu điện. Quan trọng là giữ những người né tránh ở lại trang web để họ thực sự sử dụng các công cụ sẵn có. Trong khi những người lập kế hoạch hài lòng với một trang web đầy đủ thông tin thì phương pháp này có thể không phù hợp với nhiều người né tránh. Làm thế nào để có thể khuyến khích những người né tránh sử dụng các tiện ích này? Để thu hút một người né tránh, phần tương tác với người dùng của trang web nên đơn giản, hấp dẫn và trực tiếp. Sự phức tạp nhằm thu hút những người lập kế hoạch có thể giảm bớt xuống.

Thông qua đào tạo về tài chính, những người né tránh có thể trở thành những người lập kế hoạch? Ở một mức độ nào đó, có thể bạn sinh ra vừa là người né tránh vừa là người lập kế hoạch – nghĩa là xu hướng này có thể bẩm sinh và dựa trên tính cách. Nhưng cũng có thể là việc lập kế hoạch tuân theo nỗ lực đào tạo. Ví dụ, một nghiên cứu tìm thấy rằng những người tham gia trong một hội thảo nhằm cải thiện kỹ năng ra quyết định có sự gia tăng trong thuộc tính lập kế hoạch.²⁰ Các nghiên cứu khác ghi nhận rằng đào tạo về tài chính ở cấp độ phổ thông có thể tăng cường khả năng phát triển thói quen tiết kiệm. Điều này hàm ý rằng việc giảng dạy về các công cụ lập kế hoạch, như hoạch định, có thể thay đổi hành vi.²¹ Kết luận lại, việc những nhà tuyển dụng và chi trả lương hữu cung cấp sự đào tạo và lời khuyên thông qua những hội thảo và trang web trong khi cố gắng đáp ứng những nhóm khách hàng né tránh có thể hỗ trợ cho nhân viên của họ, mặc dù đây cũng là lĩnh vực cần cải thiện.

18.4 SỬ DỤNG TÀI CHÍNH HÀNH VI ĐỂ QUẢN LÝ KHÁCH HÀNG

Trong phần này, mục tiêu là tập trung vào cách thức mà các chuyên gia tư vấn tài chính có thể sử dụng tài chính hành vi để khiến quyết định phân bổ tài sản trở nên dễ dàng hơn đối với khách hàng. Những chức năng quan trọng khác mà một nhà tư vấn tốt nên có sẽ không được đề cập. Chúng ta bắt đầu với một cách tiếp cận truyền thống đối với quyết định phân bổ tài sản để xem xét các thay đổi.

TIỀN TRÌNH TRUYỀN THÔNG KHI QUYẾT ĐỊNH PHÂN BỐ TÀI SẢN

Chương trước đã khái quát lại các nhân tố chuẩn tắc trong quyết định phân bổ tài sản, và sự thật là những nhà đầu tư thiếu am hiểu, nếu để họ tự quyết, đôi khi họ sẽ chấp nhận mức độ rủi ro không phù hợp. Có tranh luận rằng, các danh mục dựa theo mô hình, những dạng mặc định phù hợp, và các quỹ phân bổ tài sản có thể giúp con người chuyển sang một thái độ đối với rủi ro thích hợp. Bước đầu tiên đối với một cá nhân thường là điền vào một bản câu hỏi để đo lường mức độ chấp nhận rủi ro. Bản câu hỏi được thiết kế để đánh giá mức **chịu đựng rủi ro** (*risk tolerance*) của một nhà đầu tư, đó là một hàm số bao gồm khả năng chấp nhận rủi ro (*risk capacity*) và **thái độ đối với rủi ro** (*risk attitude*). Để phân biệt rõ, khả năng chấp nhận rủi ro đề cập đến mức độ rủi ro *trung bình* phù hợp với các cá nhân có cùng độ tuổi, kế hoạch nghỉ hưu, thu nhập, nhu cầu thanh khoản. Ngược lại, thái độ đối với rủi ro được xem là một nhân tố điều chỉnh, phản ánh mức độ mà một cá nhân *cụ thể* lệch khỏi khả năng chấp nhận rủi ro do những ưu tiên cá nhân và các yếu tố tâm lý.²² Kết quả cuối cùng là điểm số rủi ro có thể vạch ra một chiến lược phân bổ tài sản. Nghĩ về khía cạnh kết hợp cổ phiếu và trái phiếu, những người với điểm số cao có thể chịu đựng độ nhạy cảm đối với vốn cổ phần cao hơn.²³

Gọi cách thức phân bổ tài sản đến từ các bản câu hỏi như trên là **rủi ro chủ quan** (*subjective risk*), bởi vì nó dựa một phần vào thái độ và niềm tin đối với rủi ro của một cá nhân. Có thể phân biệt nó với **rủi ro khách quan** (*objective risk*), có được từ các quyết định đầu tư thực sự được phản ánh trong tỷ lệ phần trăm các tài sản rủi ro trong toàn danh mục.²⁴ Mặc dù hai cách thức này thường cho ra kết quả tương tự nhau, chúng đôi khi cũng có sự phân tán, dẫn đến vấn đề là liệu cái nào tốt hơn. Thực sự, cả hai dạng đều có thể có vấn đề.²⁵ Mặc dù những gì thực sự đã làm sẽ được ưu tiên hơn (hành động luôn có ý nghĩa hơn lời nói), nhưng rủi ro khách quan vẫn có sai lầm, chủ yếu là do thiếu hiểu biết và quán tính. Sự thiếu hiểu biết có thể dẫn đến các lựa chọn đầu tư mà rủi ro của nó không phù hợp với sự ưa thích. Và việc không tái cân bằng gây ra do quán tính có thể khiến cho phân bổ tài sản khác so với dự tính khi thị trường dịch chuyển lên xuống.

Vì vậy, rủi ro chủ quan có thể tốt hơn. Chúng ta hài lòng như thế nào với một câu trả lời từ các bản câu hỏi về rủi ro này? Rắc rối là, các kết quả có thể sai lầm do lỗi của người trả lời cũng như do lỗi của công cụ. Trước hết, tập trung vào nguyên nhân đầu, con người thường gấp khó khăn

khi hiểu về rủi ro, và vì vậy chúng ta không thực sự biết trả lời các câu hỏi điểm số. Phổ biến là con người gặp khó khăn nhiều nhất khi thấy rủi ro rất cụ thể về thời gian. Trong một nghiên cứu thực nghiệm, các nhân viên tại một công ty có chế độ lương ưu đãi đóng góp xác định được yêu cầu phân bổ tiền của họ giữa hai quỹ gọi là A và B.²⁶ Bất kể tính trung lập của ngôn ngữ, thông tin được trình bày đối với hai quỹ được dựa trên dữ liệu lịch sử của chỉ số thị trường Mỹ và trái phiếu chính phủ 5 năm. Thủ nghiệm đối với một nhóm sử dụng phân phối tỷ suất sinh lợi hàng năm đối với mỗi loại tài sản, và đối với nhóm thứ hai, là phân phối tỷ suất sinh lợi 30 năm. Các tác giả phỏng đoán rằng, do sự e ngại thua lỗ, phân bổ trung bình vào quỹ cổ phiếu sẽ cao hơn nhiều khi con người nhận được phân phối tỷ suất sinh lợi 30 năm so với trường hợp họ nhận được phân phối tỷ suất sinh lợi hàng năm. Bằng chứng từ thí nghiệm đã chứng minh rằng họ đúng.

Liệu nghiên cứu này có phải chỉ là một sự hiểu kỹ về mặt học thuật? Không phải. Một dạng câu hỏi phổ biến trong nhiều bản câu hỏi rủi ro đó là hỏi mọi người họ cảm thấy và phản ứng như thế nào đối với những thua lỗ đáng kể của danh mục trong ngắn hạn. Câu hỏi thông thường là “Danh mục cổ phiếu của bạn đã lỗ x% trong năm vừa qua. Bạn sẽ phản ứng như thế nào (với các lựa chọn từ “bán tất cả” đến “mua thêm cổ phiếu”)?”. Vấn đề của câu hỏi dạng này là chúng tạo cho nhà đầu tư có suy nghĩ là nên tập trung vào những biến động trong ngắn hạn trong khi vấn đề thực sự là rủi ro và tỷ suất sinh lợi có kỳ hạn cụ thể. Phải thừa nhận là có những tranh luận rằng các câu hỏi như vậy phải được hỏi bởi vì nếu những người lo lắng quá mức về biến động bị vây quanh bởi những hoạt động đầu tư phức tạp, xu hướng cảm thấy khó chịu khi thị trường chủ yếu đi xuống có thể khiến cho họ điều chỉnh hoàn toàn và thường xuyên độ nhạy cảm vốn có phần của mình. Điều này hoàn toàn có cơ sở.

Các bản câu hỏi cũng có thể đưa đến các kết quả kém do lỗi của công cụ. Chủ yếu là chúng thiếu tính hiệu lực và độ tin cậy.²⁷ Tính hiệu lực thể hiện ở chỗ bản câu hỏi có thực sự đo lường những gì mà nó muốn đo, trong khi độ tin cậy biểu thị sự nhất quán của các kết quả. Để đạt được tính hiệu lực, phải hỏi các câu hỏi đúng. Bởi vì chúng ta cần khám phá khả năng chấp nhận rủi ro, trong một bản câu hỏi tốt, tuổi tác và thời gian đến khi nghỉ hưu sẽ đóng vai trò hàng đầu. Ví dụ, một câu hỏi điển hình là: “Bạn dự định nghỉ hưu trong bao nhiêu năm nữa?”. Có thể sẽ sáng suốt khi tính đến các nhân tố khác như thu nhập và các hoạt động đầu tư khác. Sau khi những vấn đề này đã được kiểm soát, thông thường một phần của

các câu hỏi sẽ cố gắng khám phá thái độ đối với rủi ro của cá nhân người trả lời, với quan điểm điều chỉnh tăng lên hoặc giảm xuống mức độ chấp nhận rủi ro đã được rút ra từ bài kiểm tra. Để có được độ tin cậy, bí quyết ở đây là hỏi các câu hỏi phù hợp với số lượng đủ lớn. Vấn đề của số lượng là do tác động của một câu hỏi bị hiểu sai sẽ bị khuếch đại nếu chỉ có một vài câu hỏi.

SỬ DỤNG TÀI CHÍNH HÀNH VI ĐỂ CẢI TIẾN QUÁ TRÌNH

Với tất cả các vấn đề được tóm gọn trong phần trước, chúng ta cần tìm kiếm giải pháp. Một vài người đề xuất rằng các chuyên gia tư vấn tài chính có thể sử dụng tài chính hành vi không chỉ nhằm nâng cao quan hệ giữa khách hàng và nhà tư vấn mà còn cải thiện được tiến trình lựa chọn danh mục. Đến một mức độ nào đó khi nhà tư vấn biết được các lệch lạc của khách hàng, nhà tư vấn có thể phản ứng một cách phù hợp. Một ví dụ tiêu biểu của phương pháp này do Daniel Kahneman và Mark Riepe đưa ra. Hai ông đã xây dựng một chuỗi câu hỏi thành một bài kiểm tra hành vi cho khách hàng để khai thác các lệch lạc cụ thể nào mà khách hàng có xu hướng thiên về nhiều nhất.²⁸ Chúng trước hết cũng có thể được nhà tư vấn sử dụng để xem liệu chính nhà tư vấn có bị lệch lạc hay không. Một ví dụ từ bài báo của họ là:

Kết quả nào sau đây có thể xuất hiện khi tung một đồng xu – HHHTTT hay HTHTTH?

Câu trả lời là khả năng ngang nhau. Nhưng đối với những người có thể phản ứng quá mức với các sự kiện về khả năng (như là thành quả gần đây), chuỗi kết quả đầu tiên có vẻ ít khả năng xảy ra hơn. Kahneman và Riepe khuyên mọi người có tâm lý này nên:

- Tự hỏi bản thân liệu bạn có lý do thực sự nào để tin rằng bạn biết nhiều hơn về thị trường hay không
- Trước khi đưa ra một quyết định chủ động, hãy cân nhắc khả năng giao dịch này dựa trên các yếu tố ngẫu nhiên. Liệt kê ra các lý do tại sao không phải trước khi thực hiện giao dịch.

Chú ý rằng câu cuối cùng sử dụng chiến lược giảm thiểu lệch lạc bằng các bằng chứng phản bác đã được mô tả trước đây.

Michael Pompian tranh luận rằng kết quả chính từ việc tìm hiểu về kết cấu tâm lý và lệch lạc của khách hàng đó là nên sử dụng những hiểu biết tăng thêm này để cải thiện tiến trình phân bổ tài sản.²⁹ Giả định

rằng có sự phân tán giữa rủi ro chủ quan (có được từ việc khách hàng điền vào bản câu hỏi) và rủi ro khách quan, dựa trên kết cấu danh mục hiện thời cũng như việc khách hàng mong muốn danh mục hiện tại sẽ như thế nào. Để chi tiết hơn, chúng ta sẽ bắt đầu với kết hợp cổ phiếu-trái phiếu, và giả định rằng mặc dù thái độ chấp nhận rủi ro chủ quan của khách hàng cho thấy một độ nhạy cảm vốn cổ phần là 60%, khách hàng này thực sự lại chỉ mong muốn phân bổ 30%. Câu hỏi đó là, nhà quản lý tài sản nên làm gì? Pompian đưa ra câu hỏi sau: Khi nào các lệc lạc nên được điều chỉnh (nghĩa là trung hòa), và khi nào chúng nên được chấp nhận (nghĩa là thích ứng)? Giải pháp của ông là hai nguyên tắc sau:

Nguyên tắc 1: Trung hòa lệc lạc ở những khách hàng ít giàu có hơn. Và thích nghi với các lệc lạc ở các khách hàng giàu có hơn.

Nguyên tắc 2: Trung hòa các lệc lạc nhận thức. Và thích nghi với các lệc lạc cảm xúc.

Xem xét nguyên tắc đầu. Một rủi ro lớn đối với những người ít khả giả hơn trong đầu tư để nghỉ hưu là tài sản trong dài hạn – chứ không phải biến động ngắn hạn. Ví dụ, nếu sự e ngại thua lỗ khiến cho một nhà đầu tư né tránh quá nhiều rủi ro vốn cổ phần, trong khi một nhà đầu tư giàu có với cùng lệc lạc đó sẽ vẫn có đủ nguồn lực khi về hưu, điều tương tự không nhất thiết sẽ đúng trong trường hợp nhà đầu tư ít giàu có hơn. Vì vậy, tốt hơn là thuyết phục nhà đầu tư ít giàu có điều chỉnh suy nghĩ của mình. Việc chỉ ra cho nhà đầu tư này thấy rằng nhiều người e ngại sự thua lỗ, nhưng qua thời gian dài, thị trường có xu hướng trung hòa giữa điều kiện tốt và kém, là một bước trong việc hướng dẫn nhà đầu tư đi đúng hướng.

Đối với nguyên tắc thứ hai, ý tưởng ở đây là các lệc lạc (cả về nhận thức và đánh giá) thường dễ dàng ngăn lại bằng việc giáo dục phù hợp hơn là cảm xúc. Cảm xúc, nằm sâu trong hệ thống viền của não, thì khó thay đổi hơn nhiều. Nếu những cân nhắc về mặt cảm xúc đã gây ra quan điểm sai về việc chấp nhận rủi ro, thì tốt nhất là nhà tư vấn nên chấp nhận những quan điểm này. Giả định rằng khách hàng mong muốn rủi ro thấp hơn mức chuẩn đề xuất, nếu người này bị đẩy vào những hoạt động đầu tư rủi ro hơn, ngược lại với xu hướng của họ, họ sẽ có thể thay đổi quá trình (và thậm chí sa thải cả nhà tư vấn bất chấp những lời khuyên đúng) khi thị trường đi xuống.

Sử dụng những nguyên tắc này, nhà tư vấn sẽ đưa khách hàng của mình vào “hoạt động phân bổ thực tiễn tốt nhất”. Đây là hoạt động phân bổ mà mặc dù có lẽ dưới mức tối ưu, nhưng nó gần với mức tối ưu mà nhà tư vấn có thể đạt được mà không phải gánh chịu rủi ro “thay ngựa giữa đường” của khách hàng.

Tuy phương pháp của Pomian có nhiều ưu điểm, nhưng nó cũng thể hiện một hạn chế quan trọng. Đó là giả định phân bổ tài sản “tốt nhất” đến từ bản câu hỏi về rủi ro. Trước đây chúng ta đã thảo luận về những cạm bẫy của những bản câu hỏi như vậy. Chúng ta cũng đã chỉ ra rằng lý thuyết chuẩn tắc tuy hữu dụng nhưng không nhất thiết sẽ cho ra câu trả lời hoàn hảo. Có lẽ giải pháp “tốt thứ hai” là sử dụng một trung bình theo tỷ trọng của cả rủi ro chủ quan và chuẩn tắc (với các tỷ trọng có được từ một hàm số về mức độ tin cậy đối với các phương pháp này).

Mặc dù việc sử dụng tài chính hành vi trong quản lý khách hàng vẫn còn trong giai đoạn sơ khai, nhiều người trong ngành quản lý tài sản đã bắt đầu chú ý đến quan điểm là sự hiểu biết về các lách laced và cảm xúc mà khách hàng mắc phải – không đề cập đến chính bản thân nhà quản lý – có thể khiến mối quan hệ giữa nhà tư vấn-nhà đầu tư được cải thiện và các danh mục được quản lý phù hợp hơn với mục tiêu của khách hàng, khi thích nghi với những sở thích và tâm lý cụ thể.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

- Giảm thiểu lách laced thành công đòi hỏi nhận thức về lách laced, động lực, nhận thức về chiều hướng mà mức độ của lách laced, và khả năng làm những điều cần thiết.
- Do giảm thiểu lách laced là một quá trình khó khăn, thiết kế việc kiểm soát môi trường nhằm ngăn chặn lách laced từ gốc là hành động khôn ngoan.
- Để hoàn thiện việc xét đoán, cần thực hiện tốt các bước sau: cảnh báo về vấn đề, mô tả vấn đề, cung cấp những phản hồi cá nhân và tiến hành và huấn luyện bao quát.
- Có đầy đủ bằng chứng cho thấy con người có thể phân thành các nhóm dựa trên tính cách. Ví dụ phổ biến nhất là Myers-Briggs và chuỗi liên tục người lập kế hoạch-người né tránh.
- Việc giáo dục có thể được cải thiện bằng cách thay đổi nó để thích ứng với từng tính cách và thái độ đối với tiền bạc của một cá nhân có thể giáo dục được.

6. Phân bổ tài sản truyền thống được vận hành bằng chiến lược “hiểu về khách hàng” thông qua việc điền vào bản câu hỏi về rủi ro.
7. Thái độ đối với rủi ro là thái độ của một người đối với việc chấp nhận rủi ro. Khả năng chấp nhận rủi ro đo lường khả năng chịu đựng các cú sốc của thị trường, và là một hàm của tuổi tác và thời gian đến khi nghỉ hưu. Kết hợp cả hai, chúng ta có được mức độ chấp nhận rủi ro.
8. Phân bổ tài sản phù hợp là một hàm của thái độ đối với rủi ro và khả năng chấp nhận rủi ro.
9. Cả rủi ro chủ quan và rủi ro khách quan (dựa trên phân bổ thực sự) đều không phải là chỉ báo lý tưởng cho hoạt động phân bổ tài sản.
10. Hiểu biết về tính cách, thái độ đối với tiền bạc của khách hàng cũng như các lệch lạc mà khách hàng có khả năng mắc phải có thể khiến mối quan hệ giữa nhà tư vấn-nhà đầu tư được cải thiện và danh mục được quản lý phù hợp với các mục tiêu.

CÂU HỎI THẢO LUÂN

1. Phân biệt các khái niệm/thuật ngữ sau:
 - a. Tính cách và thái độ đối với tiền bạc
 - b. Người lập kế hoạch và người né tránh
 - c. Trung hòa và thích nghi với lệch lạc
 - d. “Xét đoán có thể hoàn thiện” và “xét đoán không thể khắc phục”
2. Giả định mức độ thị trường được đo lường bằng chỉ số Dow Jones hiện tại là 12,000. Một nhà dự báo đưa ra nhận định mức 13,300 vào năm tới, cùng với khoảng tin cậy 95% là (12,500;14,500). Từ kinh nghiệm bạn biết bằng nhà dự báo này có xu hướng lạc quan quá mức và ước lượng sai. Mô tả cách thức bạn có thể làm giảm thiểu lệch lạc cho cá nhân này. Cho ví dụ cụ thể bằng số (có thể giả định các thông số liên quan phù hợp).
3. Những bước cần thực hiện trước khi lệch lạc bị xóa bỏ hoàn toàn? Mô tả quá trình này.
4. Mức độ chấp nhận rủi ro bao gồm thái độ và khả năng chấp nhận rủi ro. Đâu là những nhân tố chính trong thái độ và khả năng chấp nhận rủi ro?
5. Mô tả cách thức hướng những nỗ lực giáo dục đến những người né tránh.

CHÚ THÍCH

1. Wilson, T. D., D. B. Centerbar, và N. Brekke, 2002, "Mental contamination and the debiasing problem", trong T. Gilovich, D. Griffin, và D. Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.).
2. Đôi khi chúng ta có thể nghe thấy thuật ngữ "thanh lọc".
3. Fischhoff, B., 1982, "Debiasing", trong D. Kahneman, P. Slovic, và A. Tversky, eds., *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.).
4. Trong một bài tập, một hệ thống hỗ trợ ra quyết định được thiết lập nhằm cung cấp các phản hồi mang tính khắc phục cho những nhà đầu tư lèch lạc. Xem Bhandari, G., R. Deaves, và K. Hassanein, 2007, "Using decision support systems to debias investors", *Decision Support Systems* 46, 399-410.
5. Xem Fischhoff, B., 1982, "Debiasing", trong D. Kahneman, P. Slovic, và A. Tversky, eds., *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge University Press, Cambridge, U.K.).
6. Koriat, A., S. Lichtenstein, và B. Fischhoff, 1980, "Reasons for confidence", *Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory* 6, 107-118.
7. Clemen, R. T., và K. C. Lichtenhahn Jr., 2002, "Debiasing expert overconfidence: A Bayesian calibration model", Working paper.
8. Để biết thêm về thảo luận Myers-Briggs, xem Larsen, R. J., và D. M. Buss, 2008, *Personality Psychology*, 3rd ed. (McGraw-Hill, New York).
9. Pompian, M. M., và J. M. Longo, 2004, "A new paradigm for practical application of behavioral finance: Creating investment programs based on personality type and gender to produce better investment results", *Journal of Wealth Management* (Fall), 1-7.
10. Keirsey, D., 1998, *Please Understand Me II: Temperament, Character and Intelligence* (Prometheus Nemesis Book Company, Del Mar, California).
11. Xem Statman, M., và V. Wood, 2004, "Investment temperament", Working paper. Ngoài Myers-Briggs và Keirsey, một ví dụ khác là hệ thống Values and Lifestyles được phát triển bởi Stanford Research Institute; và Xem Ackert, L. F.,

- B. K. Church, và B. Englis, 2002, "The asset allocation decision and investor heterogeneity: A puzzle?", *Journal of Economic Behavior and Organization* 47, 423-433.
12. Marconi, C. M., và S. P. Utkus, 2002, "Using 'money attitudes' to enhance retirement communications", Working paper (Vanguard Center for Retirement Research); và MacFarland, D. M., C. D. Marconi, và S. P. Utkus, 2004, "Money attitudes' and retirement plan design: One size does not fit all", trong O. S. Mitchell, và S. P. Utkus, eds.: *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance* (Oxford University Press, New York).
13. Ameriks, J., A. Caplin, và J. Leahy, 2003, "Wealth accumulation and the propensity to plan", *Quarterly Journal of Economics* 68, 1007-1048.
14. Deaves, R., T. Viet, G. Bhandari, và J. Cheney, 2007, "The savings and investment decisions of planners: An exploratory study of college employees", *Financial Services Review* 16, 117-33.
15. Như trên.
16. Nofsinger, J., 2001, *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing and*
- What to Do About It* (Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey).
17. Saliterman, V., và B. G. Sheckley, 2004, "Adult learning principles and pension participant behavior", trong O. S. Mitchell, và S. P. Utkus, eds.: *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance* (Oxford University Press, New York).
18. Như trên.
19. Scott, J., và G. Stein, 2004, "Retirement security in DC world: Using behavioral finance to bridge the expertise gap", trong O. S. Mitchell, và S. P. Utkus, eds.: *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance* (Oxford University Press, New York).
20. Xem Mann, L., G. Beswick, P. Allouache, và M. Ivey, 1989, "Decision workshops for the improvement of decision making skills and confidence", *Journal of Counseling and Development* 67, 478-481.
21. Bernheim, B. D., và D. M. Garrett, và D. Maki, 2001, "Education and saving: The long-term effects of high school curriculum mandates", *Journal of Public Economics* 80, 435-465.
22. Một vài nhà nghiên cứu tranh luận rằng hai thước đo rủi

ro không nên kết hợp trong cùng một bản câu hỏi. Xem Roszkowski, M. J., G. Davey, và J. E. Grable, 2005, "Insights from psychology and psychometrics on measuring risk tolerance", *Journal of Financial Planning* (Tháng 4), 66-77. Sử dụng thái độ đối với rủi ro làm khái niệm về tâm lý và mức độ chấp nhận rủi ro là tổng hợp của thái độ đối với rủi ro và khả năng chấp nhận rủi ro, Roszkowski, Davey, và Grable khẳng định rằng phần lớn những người lập kế hoạch và khách hàng của họ sử dụng mức độ chấp nhận rủi ro như khái niệm được sử dụng trong chương này.

23. Thông thường, các câu trả lời khác nhau đối với các câu hỏi được ấn định một số điểm, và kết quả cuối cùng ứng với một phân bổ tài sản cụ thể. Ví dụ, hãy nghĩ về kết hợp cổ phần-trái phiếu, một điểm số "75" có thể phù hợp với một phân bổ 60-80% vốn cổ phần.
24. Xem Hallahan, T. A., R. W. Faff, và M. D. McKenzie, 2004, "An empirical investigation of personal financial risk tolerance", *Financial Services Review* 13, 57-78, những nhà nghiên cứu này đã so sánh mức độ chấp nhận rủi ro chủ quan và khách quan. Bất kể là đánh giá mức độ chấp nhận rủi ro

nào, dường như các nhà nghiên cứu không thực sự đồng thuận về bản chất cơ bản của hành vi chấp nhận rủi ro của con người. Một vài nhà nghiên cứu xem xét mức độ chấp nhận rủi ro của một cá nhân là một đặc tính cá nhân ổn định - xem Hanna, S., và P. Chen, 1997, "Subjective and objective risk tolerance: Implications for optimal portfolios", *Financial Counseling and Planning* 8(2), 17-26; trong khi những người khác lại xem nó là động và chịu tác động bởi các nhân tố như kinh nghiệm, kiến thức, và tương tác xã hội - xem Baker, H. K., và J. R. Nofsinger, 2002, "Psychological biases of investors", *Financial Services Review* 11, 97-116.

25. Chúng ta có thể nói thước đo mức độ chấp nhận rủi ro thứ ba là mức độ chấp nhận rủi ro "chuẩn tắc", là rủi ro mà một cá nhân nên chấp nhận và là hàm số của tuổi đời, sở thích, và những cân nhắc khác. Mặc dù mức độ chấp nhận rủi ro chuẩn tắc bề ngoài có vẻ khá lý tưởng, nó lại không đưa ra được câu trả lời hoàn chỉnh và xác định. Nó không hoàn chỉnh bởi vì, tuy chúng ta cần cả khả năng chấp nhận rủi ro và thái độ đối với rủi ro của nhà đầu tư, thì thước đo này lại chỉ đề cập đến cái đầu

- tiên. Và mức độ chấp nhận rủi ro chuẩn tắc không xác định đơn giản bởi vì nhu cầu trước đã làm rõ, tuy các nhà nghiên cứu đã dành nhiều sự chú ý đối với vấn đề này trong nhiều năm qua, nhưng dường như vẫn chưa có sự đồng thuận rõ ràng.
26. Benartzi, S., và R. H. Thaler, 2002, "How much is investor autonomy worth?", *Journal of Finance* 57, 1593-1616.
27. Xem Roszkowski, M. J., G. Davey, và J. E. Grable, 2005, "Insights from psychology and psychometrics on measuring risk tolerance", *Journal of Financial Planning* (Tháng 4), 66-77.
28. Xem Kahneman, D., và M. Riepe, 1998, "Aspects of investor psychology", *Journal of Portfolio Management* 24 (Summer), 52-65. Một bài tập dài khác là trong Pompian, M., 2006, *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases* (John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey).
29. Pompian, M., 2006, *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases* (John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey).

QUẢN LÝ TIỀN

PHẦN

VIII

Chương 19: Đầu tư theo hành vi

Chương 20: Tài chính thần kinh học và trí óc của những nhà giao dịch

19.1 GIỚI THIỆU

Trong chương này chúng ta xem xét chiến lược đầu tư theo hành vi (behavioral investing), một nỗ lực gia tăng thành quả danh mục bằng cách ứng dụng những bài học từ tài chính hành vi. Theo như Chương 13, quá trình này có vẻ dễ dàng. Ở đó chúng ta đã thảo luận bằng chứng cho thấy quan tính giá và sự đảo ngược, cũng như lợi thế giá trị đã được ghi nhận trong thực nghiệm, cả trong những khoảng thời gian khác nhau và ở những thị trường chứng khoán khác nhau. Ngoài ra, những bất thường này cũng có một nền tảng hành vi vững chắc dựa trên các mô hình lý thuyết. Dựa trên bằng chứng này, việc cải thiện thành quả danh mục bằng cách hướng về các chứng khoán thể hiện những thuộc tính này dường như sẽ phù hợp.

Chúng ta bắt đầu phần 19.2 bằng việc xem xét các lý do tại sao vấn đề lại không đơn giản như ban đầu chúng ta đã nghĩ, đó là: sự suy yếu của những bất thường, các nhóm tương đồng, và đầu tư theo đặc thù. Trong phần kế tiếp, chúng ta sẽ thảo luận làm cách nào để các nhà đầu tư cải thiện được thành quả, không chỉ bằng cách vốn hóa các bất thường riêng biệt mà còn kết hợp chúng lại và sử dụng các phương thức khác. Trong phần 19.4, chúng ta tiến tới khám phá nhiều phương thức sàng lọc. Trong phần kế cuối, chúng ta xem xét chiến lược xoay theo đặc thù, là nỗ lực định thời điểm của tỷ suất sinh lợi đặc thù. Cuối cùng, trong phần 19.6, chúng ta đặt ra vấn đề liệu có bằng chứng nào cho thấy đầu tư theo hành vi có thể dẫn đến việc gia tăng tỷ suất sinh lợi hay không.

19.2 SỰ SUY YẾU CỦA NHỮNG BẤT THƯỜNG, CÁC NHÓM TƯƠNG ĐỒNG, VÀ ĐẦU TƯ THEO ĐẶC THÙ

Năm 1002, William Schwert đã chỉ ra rằng một số các **bất thường** (*anomaly*), đã từng được đề cập trong các nghiên cứu học thuật, cũng bị **suy yếu** (*attenuate*) đi hoặc biến mất hoàn toàn sau đó.¹ Ông chỉ ra ví dụ đó là hiệu ứng công ty nhỏ, hiệu ứng tháng Giêng (xu hướng tỷ suất sinh lợi cao hơn vào tháng Giêng), hiệu ứng cuối tuần (xu hướng tỷ suất sinh lợi thấp hơn vào thứ Hai), và lợi thế giá trị.

Điều đó có nghĩa là các nhà quản lý đừng bao giờ kỳ vọng vào tính dai dẳng của các bất thường? Sự biến mất của các bất thường chính xác là những gì mà chúng ta kỳ vọng trong một thế giới tuy không phải luôn hiệu quả hoàn hảo nhưng có xu hướng dịch chuyển về hướng các hoạt động kinh doanh chênh lệch giá mang tính điều chỉnh một khi thông tin được phổ biến. Tuy nhiên, các bất thường đã được lập luận là nhân tố rủi ro, cụ thể là yếu tố giá trị và quy mô, đáng lý không biến mất, bởi vì nếu là rủi ro, chúng không hoàn toàn là bất thường mà đó là bù đắp cho rủi ro gánh chịu. Ngoài ra, cần lưu ý rằng mặc dù lợi thế giá trị sụt giảm vào cuối những năm 1990, nó đã trở lại với mức độ lớn hơn cùng với sự sụp đổ của bong bóng công nghệ vào năm 2000.² Bất kể những vấn đề này, bài học rất rõ ràng. Chỉ bởi vì một bất thường được phát hiện khi sử dụng dữ liệu trong quá khứ, không có lý do để giả định rằng sẽ dễ dàng vốn hóa được nó trong tương lai.

Thậm chí nếu một bất thường là dai dẳng, thì câu chuyện cũng chưa kết thúc đối với những nhà quản lý danh mục đang tìm cách vốn hóa nó. Ngày càng phổ biến thực tế là các nhà quản lý được đánh giá so với những nhóm người có đặc thù giống họ, tức là các **nhóm tương đồng** (*style peer group*). Đặc thù thường được định nghĩa theo quy mô công ty và giá trị so với tăng trưởng. Ví dụ, Morningstar sắp xếp các nhà quản lý quỹ tương hỗ nội địa thành 9 nhóm dựa trên một ma trận 3x3, trong đó quy mô thay đổi từ vốn hóa nhỏ, vốn hóa trung bình đến vốn hóa lớn, và giá trị so với tăng trưởng thay đổi từ giá trị, hỗn hợp cho tới tăng trưởng.³ Vì vậy, nếu một nhà quản lý thiên về nhóm giá trị và có vốn hóa nhỏ bởi vì trong quá khứ, các công ty giá trị có vốn hóa nhỏ đã đánh bại các nhóm khác trên thị trường, nhà quản lý này sẽ được so sánh với các nhà quản lý khác cũng làm công việc tương tự. Để đánh bại được đám đông thì người này phải làm được hơn thế nữa! Điều này có thể đạt được bằng cách lựa chọn

chứng khoán dựa trên giá trị nội tại, bằng cách sử dụng các phương pháp sàng lọc khác, hay kết hợp cả hai. Phân tiếp theo sẽ cung cấp các hướng dẫn chi tiết hơn.

Trước khi tiếp tục, chúng ta nên nói sơ qua về **đầu tư theo đặc thù (style investing)**. Cần nhắc các đặc thù trong việc thiết lập danh mục có rất nhiều nghĩa khác nhau. Trước hết, với bằng chứng cho thấy tỷ suất sinh lợi do đặc thù có tính chu kỳ, với đôi khi công ty có vốn hóa nhỏ đánh bại công ty có vốn hóa lớn và ngược lại, và đôi khi cổ phiếu giá trị đánh bại cổ phiếu tăng trưởng và ngược lại, lợi ích từ việc giảm thiểu rủi ro có thể đạt được bằng cách đa dạng hóa các đặc thù khác nhau. Thứ hai, trong phương pháp đa dạng hóa này, bởi vì trong quá khứ, cổ phiếu giá trị đánh bại cổ phiếu tăng trưởng và công ty vốn hóa nhỏ đánh bại công ty vốn hóa lớn, có lẽ là nên thiên về các cổ phiếu giá trị và có vốn hóa nhỏ, trong khi vẫn đầu tư vào các đặc thù khác. Nếu một nhà quản lý chỉ hoạt động trong một đặc thù cụ thể, thì mức độ nghiêng là 100%. Điều này sẽ có ý nghĩa nếu nhà quản lý có chuyên môn trong việc lựa chọn chứng khoán có đặc thù này và là một thành viên trong nhóm được đa dạng hóa theo đặc thù (hàm ý rằng toàn danh mục được đa dạng hóa theo đặc thù). Thứ ba, nếu có thể dự đoán được khi nào các đặc thù sẽ được các nhà đầu tư ưa thích, có thể sẽ có chiến lược xoay theo đặc thù, tùy thuộc vào mô hình dự báo của nhà quản lý.

Nhằm đưa ra một ví dụ đơn giản về lựa chọn giữa cổ phiếu giá trị và tăng trưởng, giả định một phân bổ trung lập giữa cổ phiếu tăng trưởng và cổ phiếu giá trị là 50%/50%. Nếu bạn chủ ý đa dạng hóa theo đặc thù, bạn sẽ nắm giữ 50% cổ phiếu tăng trưởng và 50% cổ phiếu giá trị. Nếu bạn tin rằng cổ phiếu giá trị thì thường tốt hơn, bạn có thể thiên về cổ phiếu giá trị với việc đầu tư tỷ trọng 60% danh mục vào cổ phiếu giá trị. Nếu bạn tin rằng bạn có mô hình dự báo cho phép bạn định được thời điểm của tỷ suất sinh lợi theo đặc thù, có thể bạn sẽ sẵn lòng tăng hoặc giảm, 80% hoặc 40% vào cổ phiếu giá trị, tùy thuộc vào mô hình hiện tại của bạn cho thấy điều gì.

Nicholas Barberis và Andrei Shleifer đã xây dựng một mô hình đầu tư theo hành vi, dựa trên chiến lược xoay. Họ chỉ ra rằng một số hàm ý thú vị xuất hiện từ hai giả định sau: thứ nhất, các nhà đầu tư theo đuổi thành quả đặc thù tương đối trong quá khứ tính bằng đồng đôla, và thứ hai, các dòng luân chuyển ảnh hưởng tới giá.⁴ Giả định thứ hai sẽ đúng nếu nhiều nhà đầu tư cố gắng theo đuổi cùng một đặc thù, và kinh doanh chênh lệch giá bị giới hạn, thì các mức giá phải được điều chỉnh. Mô hình của

họ giải thích sự tồn tại của các nhân tố đặc thù tách rời khỏi bản chất của dòng tiền cơ sở cũng như xu hướng theo từng giai đoạn của tỷ suất sinh lợi đặc thù.

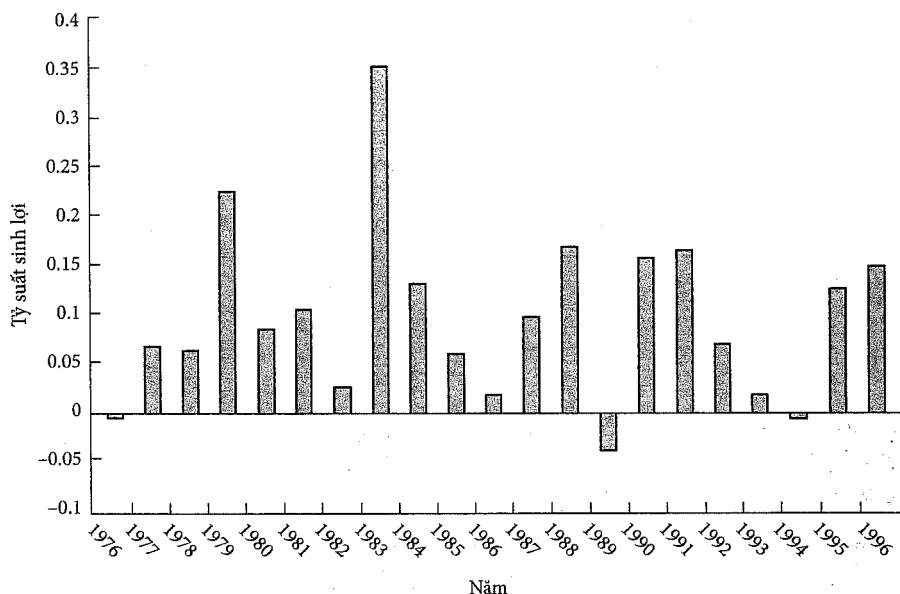
19.3 CẢI THIỆN VIỆC KHAI THÁC CÁC BẤT THƯỜNG

Trong phần này chúng ta bắt đầu bằng việc xem xét các nghiên cứu chỉ ra cách thức để cải thiện hoạt động đầu tư giá trị đơn giản quá mức bằng cách xem xét thông tin từ các báo cáo tài chính. Sau đó chúng ta sẽ tìm hiểu làm thế nào để cải thiện hoạt động đầu tư theo quán tính giá đơn giản dựa vào khối lượng giao dịch.

CẢI THIỆN HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ SỬ DỤNG DỮ LIỆU KẾ TOÁN

Các nghiên cứu chỉ ra rằng đầu tư giá trị có thể được gia tăng với độ biến động và sự am hiểu của nhà đầu tư.⁵ Với một chiến lược khác, Joseph Piotroski chỉ ra rằng thông tin từ báo cáo tài chính cũng có thể hữu ích.⁶ Tính hiệu quả của đầu tư giá trị phụ thuộc vào một số lượng nhỏ các công ty – sử dụng phương pháp đơn giản là giá trị sổ sách trên giá trị thị trường, ít hơn 44% các công ty có B/M cao kiểm được tỷ suất sinh lợi dương sau khi điều chỉnh với thị trường trong hai năm sau khi thiết lập danh mục. Đóng góp của Piotroski là sử dụng báo cáo tài chính để tách lấy thông tin. Cụ thể là, chín tín hiệu cơ bản được sử dụng để đo lường ba lĩnh vực tài chính của một công ty: khả năng sinh lợi, đòn bẩy tài chính/tính thanh khoản và hiệu quả hoạt động. Trên cơ sở các tín hiệu này, một chỉ số F (sức khỏe tài chính) được tính toán, trong đó các giá trị cao hơn/thấp hơn có thể nhiều/ít khả năng cho thấy các công ty có sự đảo ngược. Chỉ số F lấy số nguyên và biến đổi từ 0 (ít lành mạnh nhất) đến 9 (lành mạnh nhất). Một chiến lược đầu tư dựa trên việc mua các công ty giá trị với điểm số F rất cao (8–9) và bán những công ty có điểm số F rất thấp (0–1) tạo ra một tỷ suất sinh lợi vượt trội là 23% từ năm 1976 đến 1996. Thậm chí khi chỉ số F được coi là cao nếu nó lớn hơn hoặc bằng 5 (trong khi thấp là nhỏ hơn hoặc bằng 4), thì khác biệt trong tỷ suất sinh lợi là 9.7%/năm. Ngoài ra, nhìn vào hình 19.1, một chiến lược như vậy được chứng minh là khá đáng tin cậy trên cơ sở từng năm. Chỉ có 3 trong 21 năm của mẫu có chiến lược mua-bán tạo ra tỷ suất sinh lợi âm sau khi điều chỉnh rủi ro – và 2 trong số 3 năm này có tỷ suất sinh lợi xấp xỉ 0.⁷

Hình 19.1 Tỷ suất sinh lợi mỗi năm đối với chiến lược mua-bán trong đó thông tin báo cáo tài chính bổ sung được sử dụng để phân biệt cổ phiếu được dự báo lời và lỗ



Nguồn: Piotrosky, J. D.. From "Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers," Journal of accounting research 38, (supplement), pp. 1-41. Reproduced by permission of blackwell Publishers.

CẢI THIỆN CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THEO QUÁN TÍNH GIÁ SỬ DỤNG KHỐI LƯỢNG GIAO DỊCH

Có bằng chứng cho thấy đầu tư theo quán tính giá cũng có thể được cải thiện bằng cách kết hợp các phương pháp sàng lọc khác. Cụ thể là, độ mạnh của quán tính giá biến đổi cùng với tình hình thị trường, với tình hình xấu sẽ khiến quán tính giá biến mất.⁸ Khối lượng giao dịch có thể là một phương pháp sàng lọc khác. Những nhà phân tích kỹ thuật, bên cạnh tập trung vào tỷ suất sinh lợi quá khứ, cũng xem xét khối lượng như là một chỉ báo quan trọng trong một thời gian dài.⁹ Charles Lee và Bhaskaran Swaminathan ghi nhận mối tương quan giữa khối lượng và quán tính giá, chỉ ra rằng khối lượng dự báo cả mức độ và cường độ của quán tính giá.¹⁰ Bảng 19.1 cho thấy sự sắp xếp theo cả quán tính giá và khối lượng. Bên cạnh việc tạo ra 10 phân vị tỷ suất sinh lợi trong quá khứ (R1 tới R10, với R10 hàm ý tỷ suất sinh lợi quá khứ cao nhất), những nhà nghiên cứu này còn xây dựng ba phân vị theo khối lượng, với V1 hàm ý khối lượng giao dịch thấp và V3 hàm ý khối lượng giao dịch cao. Vì vậy chúng ta có 30 danh mục quán tính giá-khối lượng. Họ tìm thấy rằng các

công ty có khối lượng giao dịch thấp có tỷ suất sinh lợi cao hơn, vì thế chiến lược kết hợp quán tính giá và khối lượng tốt nhất là mua các công ty có quán tính giá cao-khối lượng thấp và bán những công ty có khối lượng cao-quán tính thấp. Nhóm đầu tiên kiếm được tỷ suất sinh lợi 1.67%/tháng, trong khi nhóm sau chỉ kiếm được 0.09%/tháng, với chênh lệch là 1.56%/tháng.

Bảng 19.1 | **Sắp xếp theo quán tính giá và nhân tố khối lượng**

	V1	V2	V3	V3 – V1
R1	1.12	0.67	0.09	-1.04
	(2.74)	(1.61)	(0.20)	(2.74)
R5	1.36	1.34	1.15	-0.21
	(5.37)	(4.63)	(3.28)	(1.33)
R10	1.67	1.78	1.55	-0.12
	(5.30)	(5.41)	(4.16)	(0.67)
R10 – R1	0.54	1.11	1.46	0.91
	(2.07)	(4.46)	(5.93)	(4.61)

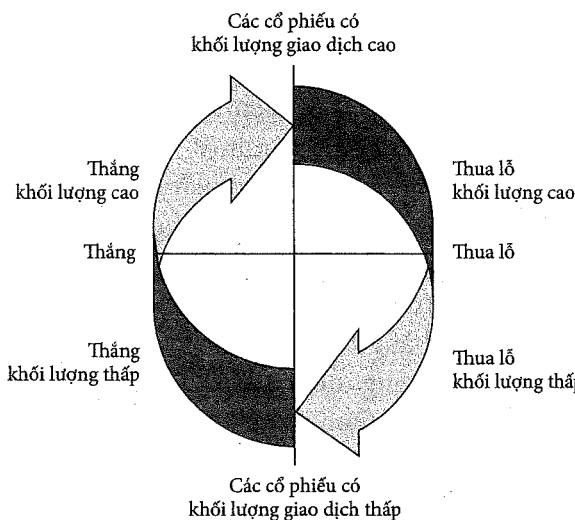
Nguồn: Lee, C. M. C. và B. Swaminathan. "Price momentum and trading volume", *Journal of Finance* 55, pp. 2017 – 69.

Ghi chú: Bảng trên thể hiện các mức tỷ suất sinh lợi/tháng và thông kê t trong ngoặc.

Lee và Swaminathan cũng ghi nhận xu hướng tỷ suất sinh lợi từ quán tính giá cuối cùng sẽ đảo ngược, hàm ý rằng quán tính giá phần nào là sự phản ứng quá mức, và quán tính giá và sự đảo ngược có mối liên hệ. Ngoài ra, họ còn chỉ ra rằng khối lượng là một biến đại diện nhiều của nhân tố giá trị với khối lượng thấp có liên quan đến B/M cao, các phân tích sau đó thấp hơn, dự báo tốc độ tăng trưởng thu nhập trong dài hạn cao hơn, tỷ suất sinh lợi chứng khoán 5 năm qua thấp hơn và thu nhập bắt ngờ trong tương lai dương. Họ lập luận rằng một "chu kỳ sống của quán tính giá – momentum life cycle" chứa một vài mẫu hình về dữ liệu. Nhìn vào hình 19.2, các cổ phiếu có xu hướng phân thành từng giai đoạn, và quán tính giá và khối lượng là hai yếu tố then chốt. Các cổ phiếu có tỷ suất sinh lợi quá khứ tốt nằm bên trái và các cổ phiếu có khối lượng giao dịch

cao nắm ở nửa trên. Lấy ví dụ một cổ phiếu đạt đỉnh, và rồi đối diện với một loạt các tin tức xấu. Nó sẽ bị mất giá và các nhà đầu tư ào ạt bán với khối lượng lớn. Không còn được ưa thích và tiếp tục sụt giá, khối lượng sẽ giảm dần. Nhưng cuối cùng cổ phiếu có thể đảo chiều. Khi nó cuối cùng bắt đầu tăng lại, ban đầu khối lượng sẽ thấp, cần có thời gian để các nhà đầu tư và phân tích quay trở lại theo dõi nó. Nhưng, khi sự đảo ngược tiếp diễn, nó ngày càng được chú ý nhiều hơn và cuối cùng khối lượng sẽ tăng.

Hình 19.2 Chu kỳ sống của quán tính giá



Nguồn: Lee, C. M. C. và B. Swaminathan. "Price momentum and trading volume", *Journal of Finance* 55, pp. 2017 – 69.

Đóng góp tiếp theo mà chúng ta xem xét đưa ra một vài tiến trình, đầu tiên là nghiên cứu cấu trúc kỳ hạn của tỷ suất sinh lợi quá khứ, vì vậy đồng thời xem xét quán tính giá và sự đảo ngược, và thứ hai liên quan đến quán tính giá và giá trị.

QUÁN TÍNH GIÁ VÀ SỰ ĐẢO NGƯỢC

Mark Grinblatt và Tobias Moskowitz tìm thấy lợi nhuận đạt được nếu dựa vào cấu trúc kỳ hạn toàn bộ của tỷ suất sinh lợi quá khứ.¹¹ Như chúng ta đã thấy, có một mối tương quan âm trong chuỗi tỷ suất sinh lợi ngắn hạn (một tháng) và tỷ suất sinh lợi dài hạn (3 – 5 năm), tuy nhiên lại có mối tương quan dương trong chuỗi tỷ suất sinh lợi trung hạn (6 – 12 tháng). Trong phương pháp của mình, những nhà nghiên cứu này đưa bất cân xứng giữa lời và lỗ trong quá khứ vào, và cũng xem xét cả

sự nhất quán của lời và lỗ trong quá khứ. Tại sao lại có sự nhất quán ở đây? Nhớ lại mô hình Grinblatt-Han trong Chương 13. Trong mô hình này, lãi vốn chứ không phải tỷ suất sinh lợi trong quá khứ sẽ chi phối tỷ suất sinh lợi tương lai. Các chứng khoán sinh lời liên tục sẽ có khả năng có lãi vốn chưa thực hiện lớn hơn các chứng khoán có tỷ suất sinh lợi y hệt nhưng là do một tháng tăng đột biến hoặc do giá nhảy vọt. Bảng 19.2 cho thấy kết quả hồi quy tỷ suất sinh lợi hàng tháng có phòng ngừa theo các biến cấu trúc kỳ hạn.¹²

Cụ thể hơn, tập trung vào bốn biến -12 đến -2 và hệ số hồi quy. Theo như kỳ vọng, chúng ta quan sát thấy một tương quan theo chuỗi dương có ý nghĩa dựa trên tỷ suất sinh lợi từ 12 tháng trước tới 2 tháng trước (“Tỷ suất sinh lợi từ -12 đến -2”). Biến tiếp theo (“Tỷ suất sinh lợi từ -12 đến -2 (L)”) được định nghĩa là $\min(0, \text{tỷ suất sinh lợi từ -12 đến -2})$, có nghĩa là chỉ kể đến vai trò của tỷ suất sinh lợi âm trong khoảng thời gian này và hệ số hồi quy của nó đo lường tác động gia tăng của tỷ suất sinh lợi âm. Thực sự là hệ số hồi quy cũng dương (có ý nghĩa) hàm ý là sự dai dẳng lớn hơn trong trường hợp các công ty thua lỗ. Biến tiếp theo là một biến chỉ báo, bằng 1 nếu ít nhất 8 trong 11 tháng (từ -12 đến -2) có tỷ suất sinh lợi dương, nói cách khác, là dương một cách nhất quán. Biến tiếp theo là biến thua lỗ liên tục, là một biến chỉ báo bằng 1 nếu ít nhất 8 trong 11 tháng từ -12 đến -2 có tỷ suất sinh lợi âm.¹³ Chúng ta thấy rằng một cổ phiếu lời liên tục gia tăng quán tính giá, trong khi một cổ phiếu lỗ liên tục thì không có hiệu ứng gì. Nhìn chung, các kết quả ở các cấu trúc kỳ hạn khác cũng tương tự. Mức độ tương quan chuỗi (dương hay âm) khuếch đại đối với những cổ phiếu lỗ hơn so với những cổ phiếu lời; tính nhất quán của những cổ phiếu lời gia tăng tỷ suất sinh lợi (gia tăng quán tính giá và giảm thiểu sự đảo ngược); và tính nhất quán của những cổ phiếu lỗ không hề có tác động gì.

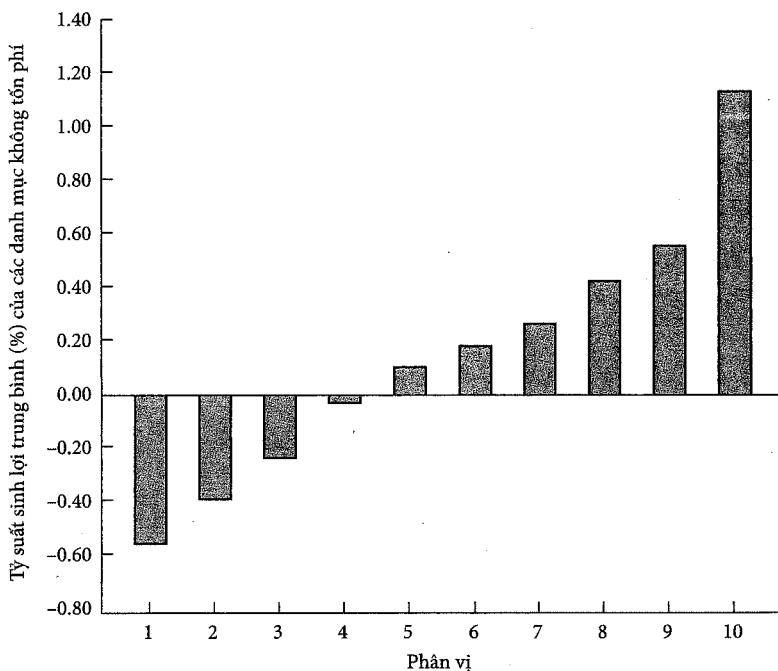
Bảng 19.2 Hồi quy tỷ suất sinh lợi có phòng ngừa hàng tháng với các biến cấu trúc kỳ hạn

Biến độc lập	Hệ số hồi quy	Thống kê t (tuyệt đối)
Tỷ suất sinh lợi tháng trước	-0.0472	11.39
Tỷ suất sinh lợi tháng trước (L)	-0.0764	9.63
Chỉ báo tính liên tục của tỷ suất sinh lợi tháng trước (W)	0.0051	8.79

Tỷ suất sinh lợi từ -12 đến -2	0.0028	2.50
Tỷ suất sinh lợi từ -12 đến -2 (L)	0.0113	2.97
Chỉ báo tính liên tục của tỷ suất sinh lợi từ -12 đến -2 (W)	0.0046	5.80
Chỉ báo tính liên tục của tỷ suất sinh lợi từ -12 đến -2 (L)	-0.0007	0.76
Tỷ suất sinh lợi từ -36 đến -13	-0.0015	3.47
Tỷ suất sinh lợi từ -36 đến -13 (L)	-0.0052	2.04
Chỉ báo tính liên tục của tỷ suất sinh lợi từ -36 đến -13 (W)	0.0014	2.73
Chỉ báo tính liên tục của tỷ suất sinh lợi từ -36 đến -13 (L)	-0.0007	0.80

Nguồn: *Journal of Financial Economics*, Vol 71, Issue 3, Grinblatt, M., and T.J.Moskowitz, "Predicting stock price movements from past returns: The role of consistency and tax-loss selling", pp 541-79.

Tiếp đến, Grinblatt và Moskowitz phân tích mức độ liên quan về mặt kinh tế của những mẫu hình này trong dữ liệu: có thể dùng chúng để gia tăng thành quả của danh mục hay không? Chứng khoán được xếp vào các phân vị từ tỷ suất sinh lợi kỳ vọng thấp nhất đến cao nhất, dựa vào giá trị hồi quy đầu kỳ và hệ số tương quan được ước lượng bằng việc sử dụng các thông tin sẵn có. Hình 19.3 cho thấy tỷ suất sinh lợi trung bình theo các phân vị của các danh mục không tốn phí. Chú ý rằng chúng theo thứ tự, với phân vị 10 kiếm được tỷ suất sinh lợi trung bình cao nhất và phân vị 1 kiếm được tỷ suất sinh lợi trung bình thấp nhất. Chênh lệch giữa phân vị 10 và phân vị 1 là 1.68%/tháng (có ý nghĩa thống kê cao). Thực sự, dựa trên cấu trúc kỳ hạn của tỷ suất sinh lợi quá khứ dường như là một chiến lược khôn ngoan. Đây tất nhiên là những gì mà các nhà phân tích kỹ thuật vẫn thường làm, mặc dù có thể không phải với cùng độ chính xác về mặt thống kê.

Hình 19.3 Tỷ suất sinh lợi trung bình được phòng ngừa theo các phân vị

Nguồn: Reprinted from the *Journal of Financial Economics*, Vol 71, Issue 3, Grinblatt, M. and T. J. Moskowitz, "Predicting stock price movements from past returns: The role of consistency and tac-loss selling," pp. 541-79, @ March 20044. With permission from Elsevier.

QUÁN TÍNH GIÁ VÀ GIÁ TRỊ

Điều gì xảy ra nếu chúng ta cố gắng thiết lập các danh mục sử dụng cả giá trị và quán tính giá cùng lúc? Một nghiên cứu của Clifford Asness cho thấy lợi nhuận đạt được không lớn như kỳ vọng.¹⁴ Đầu tiên, các cổ phiếu của Mỹ được xếp thành năm phân vị theo cả nhân tố giá trị và quán tính giá. Sau đó, các danh mục kết hợp được thành lập, dẫn đến 25 (5x5) nhóm chứng khoán riêng biệt. Nhìn vào bảng 19.3, một danh mục các cổ phiếu có quán tính giá cao - nhân tố giá trị cao có tỷ suất sinh lợi trung bình là 1.62%/tháng so với 0.03%/tháng của danh mục các cổ phiếu có quán tính thấp-nhân tố giá trị thấp. Hambi ý ở đây là một danh mục mua-bán sẽ tạo ra một tỷ suất sinh lợi là 1.59%. Yếu tố làm giảm lợi nhuận khi đồng thời sử dụng quán tính giá và nhân tố giá trị đó là nhân tố giá trị hoạt động tốt nhất với các cổ phiếu có quán tính giá thấp, và quán tính giá hoạt động tốt nhất đối với các cổ phiếu có nhân tố giá trị thấp. Ví dụ, trong trường hợp các cổ phiếu có nhân tố giá trị thấp, sự khác biệt do quán tính giá là

1.47%, con số này rất gần với chênh lệch giữa các cổ phiếu có nhân tố giá trị cao - quán tính giá cao và các cổ phiếu có nhân tố giá trị thấp - quán tính giá thấp.

Bảng 19.3 | Tỷ suất sinh lợi trung bình hàng tháng (%) dựa trên phân loại theo nhân tố giá trị và quán tính giá

		Nhân tố giá trị					
		Thấp	2	3	4	Cao	Trung bình
Quán tính giá	Thấp	0.03	0.49	0.80	0.83	1.00	0.63
	2	0.61	0.59	0.90	1.25	1.35	0.94
	3	0.52	0.93	0.80	1.19	1.44	0.98
	4	0.99	0.97	1.17	1.45	1.68	1.25
	Cao	1.50	1.44	1.49	1.60	1.62	1.53
	Trung bình	0.73	0.88	1.03	1.26	1.42	

Nguồn: Asness, C. S., 1997, "The interaction of value and momentum strategies", in *Financial Analysts Journal* vol 53, No. 2, (3/4 1997), p 29.

19.4 PHƯƠNG PHÁP ĐA BIỂN

Trong phần trước, chúng ta đã xem xét nghiên cứu cho thấy tác động đồng thời của nhân tố giá trị và quán tính giá. Nhưng tại sao lại dừng ở hai nhân tố? Ở đây đưa ra hai nghiên cứu sử dụng **phương pháp đa biến (multivariate approach)**. Chúng ta bắt đầu với nghiên cứu sớm hơn của Marc Reinganum.¹⁵ Để nghiên cứu liệu "các cổ phiếu lời" có xu hướng mang những thuộc tính chung nào hay không, ông đã sử dụng mẫu 222 công ty có chứng khoán tăng giá ít nhất là gấp đôi trong một năm từ năm 1970 đến 1983. Vấn đề là, sau khi nhận dạng được các thuộc tính này, liệu có thể xây dựng một chiến lược giao dịch thành công dựa trên các thuộc tính này hay không. Reinganum nhận dạng được bốn yếu tố phổ biến chính như sau:

1. Tỷ số P/B nhỏ hơn 1
2. Gia tăng trong tốc độ tăng trưởng thu nhập hằng quý
3. Có ít hơn 20 triệu cổ phần thường đang lưu hành
4. Có cường độ tương đối¹⁶

Yếu tố đầu (giá trị) và thứ tư (quán tính giá) có vẻ quen thuộc. Yếu tố thứ hai có thể là một cách thức để đai cát tìm vàng (giống như trong nghiên cứu của Piotroski), và yếu tố thứ ba có thể đại diện cho mức vốn hóa thị trường. Để tiến hành kiểm định ngoài mẫu, Reinganum loại ra 222 công ty mà ông đã sử dụng để tìm ra các yếu tố này, sau đó áp dụng các nhân tố phổ biến này như một phương pháp sàng lọc tất cả các công ty trên AMEX và NYSE trong cùng giai đoạn 1979 – 1983.¹⁷ Một tín hiệu mua là khi tất cả các thuộc tính có liên quan đồng thời xuất hiện ở một công ty. Sau một tín hiệu mua, chứng khoán này được nắm giữ trong hai năm và sau đó bán đi. Tỷ suất sinh lợi vượt trội tích lũy được tính toán cho mỗi quý trong suốt 8 quý nắm giữ chứng khoán. Các kết quả rất ấn tượng, vượt so với S&P 500 đến 37.14% (với mức độ rủi ro tương đương).

Tiếp theo phương pháp này, Robert Haugen và Nardin Baker nghiên cứu mức độ đóng góp trong dự báo của rất nhiều các nhân tố được nhóm lại thành 5 nhóm: rủi ro, tính thanh khoản, mức giá, tiềm năng tăng trưởng và kỹ thuật.¹⁸ Các nhân tố rủi ro bao gồm các nhân tố rủi ro chuẩn như beta và độ nhạy cảm đối với các biến kinh tế vĩ mô. Các chứng khoán có tính thanh khoản kém cần phải có tỷ suất sinh lợi cao hơn để bù đắp cho những nhà giao dịch vì họ phải đổi mặt với chi phí giao dịch cao hơn, vì vậy các nhân tố hợp lý như giá trên mỗi cổ phần và khối lượng cũng được tính đến. Nhân tố mức giá chủ yếu dùng cho chiến lược đầu tư giá trị, bởi vì nhóm này bao gồm các tỷ số giá trên các thước đo kế toán khác nhau. Nhân tố tiềm năng tăng trưởng chỉ ra khả năng tăng trưởng cao hơn trong thu nhập và cổ tức, được đại diện bằng các thước đo khả năng sinh lợi khác nhau. Ý tưởng ở đây là, với một tỷ số giá trên thước đo sổ sách cụ thể, những chỉ báo hàm ý một tốc độ tăng trưởng trong tương lai cao hơn có thể chọn ra được những cổ phiếu tốt. Và cuối cùng, nhân tố kỹ thuật bao gồm các thước đo quán tính giá và sự đảo ngược.

Mô hình hồi quy sau được chạy với tất cả các biến độc lập này:

19.1

$$R_{j,t} = \sum_i \beta_{t,i} F_{j,i,t-1} + u_{j,t}$$

Trong đó $R_{j,t}$ là tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu j tại tháng t ; $\beta_{t,i}$ là hệ số hồi quy của nhân tố i tại tháng t ; và $F_{j,i,t-1}$ là độ nhạy cảm đối với nhân tố i của chứng khoán j tại tháng t . Đầu tiên, các nhà nghiên cứu này ước lượng mô hình hồi quy dữ liệu chéo (tại một thời điểm) cho tất cả 180 tháng từ 1979 – 1993. Đối với nửa đầu của mẫu, hệ số hồi quy trung bình của 12 nhân tố quan trọng nhất được thể hiện ở bảng 19.4 (cùng với giá

trị tuyệt đối của thống kê t). Các hệ số hồi quy có thể được hiểu là những thay đổi tỷ suất sinh lợi kỳ vọng hàng tháng của một cổ phiếu do một thay đổi trong độ lệch chuẩn của độ nhạy cảm cổ phiếu đó đối với một nhân tố. Để kiểm tra tính hiệu lực, hai cột cuối trong bảng cho kết quả khi thực hiện tương tự với nửa còn lại của mẫu. Có một vài điểm nổi bật. Đầu tiên, tác động của các nhân tố tốt khá nhất quán. Thứ hai, các thước đo rủi ro không xuất hiện. Thứ ba, không ngạc nhiên mấy, chỉ phổi là các yếu tố kỹ thuật, nhân tố mức giá và tính thanh khoản.

Kiểm định ngoài mẫu tiến hành như sau. Hệ số hồi quy đối với các nhân tố được ước lượng bằng cách sử dụng dữ liệu 12 tháng trước năm 1993, và sau đó, tỷ suất sinh lợi kỳ vọng đối với mỗi cổ phiếu được tính cho tháng 1/1993 sử dụng các hệ số hồi quy và độ nhạy cảm của từng cổ phiếu đối với các nhân tố này. Kế đến, các cổ phiếu được xếp vào 10 phân vị từ tỷ suất sinh lợi kỳ vọng cao nhất đến tỷ suất sinh lợi kỳ vọng thấp nhất, với phân vị 10 đại diện cho 10% cổ phiếu có tỷ suất sinh lợi kỳ vọng cao nhất cho đến phân vị 1 bao gồm 10% cổ phiếu có tỷ suất sinh lợi kỳ vọng thấp nhất.¹⁹ Tiến trình này được lặp lại cho 180 tháng trong mẫu. Hình 19.4 cho thấy tỷ suất sinh lợi trung bình của 10 phân vị trong suốt thời kỳ lấy mẫu. Phương pháp tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của Haugen và Baker dường như khá thành công trong việc dự đoán cổ phiếu nào sẽ có thành quả tốt.

Mặc dù quan tình giá và nhân tố giá trị dường như là trọng tâm, nhưng các nhân tố khác cũng có tác động rõ ràng. Mặc dù vậy, các công trình gần đây hoài nghi về mức độ tác động của các nhân tố khác ngoài quan tính giá và nhân tố giá trị.²⁰ Khi chi phí giao dịch được đưa vào phân tích – và chú ý rằng chiến lược của Haugen và Baker đòi hỏi phải tái cân bằng hàng tháng – dường như không có giá trị tăng thêm nào ngoài quan tính giá và nhân tố giá trị.²¹

Bảng 19.4 | Hệ số hồi quy của các nhân tố và thống kê t

	1979/2001 đến 1986/2006	1986/2007 đến 1993/2012	Trung bình	Thống kê t	Trung bình	Thống kê t
Tỷ suất sinh lợi vượt trội 1 tháng	-0.97%	17.04	-0.72%	11.04		
Tỷ suất sinh lợi vượt trội 12 tháng	0.52%	7.09	0.52%	7.09		

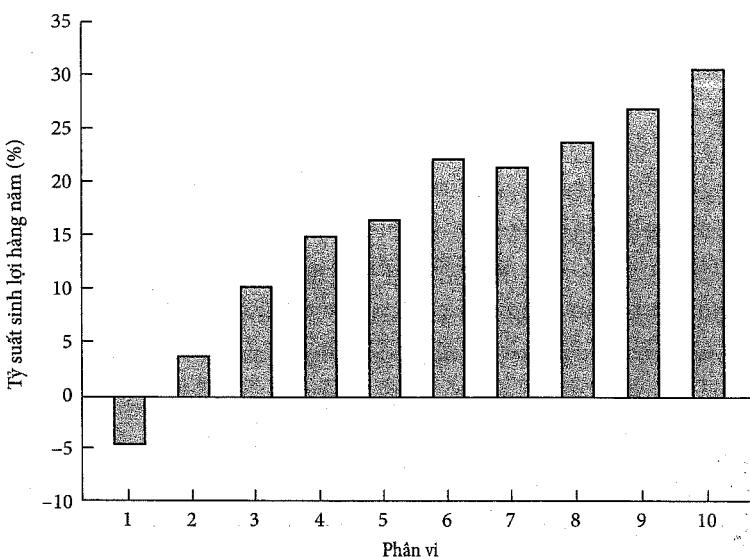
Khối lượng/vốn hóa thị trường	-0.35%	5.28	-0.20%	2.33
Tỷ suất sinh lợi vượt trội 2 tháng	-0.20%	4.97	-0.11%	2.37
E/P	0.27%	4.56	0.26%	4.42
ROE	0.24%	4.34	0.13%	2.06
B/P	0.35%	3.90	0.39%	6.72
Xu hướng khối lượng giao dịch	-0.10%	3.17	-0.09%	2.58
Tỷ suất sinh lợi vượt trội 6 tháng	0.24%	3.01	0.19%	2.55
CF/P	0.13%	2.64	0.26%	4.42
Thay đổi trong CF/P	-0.11%	2.55	-0.15%	3.38

Nguồn: *Journal of Financial Economics*, Vol 41, Issue 3, Haugen, R. A., và N. L. Baker, "Commonality in the determinants of expected stock return", pp. 401 – 39, July 1996.

19.5 CHIẾN LƯỢC XOAY THEO ĐẶC THÙ

Chiến lược xoay theo đặc thù (style rotation) là một hành động chuyển từ một đặc thù này sang một đặc thù khác với nỗ lực xác định sự chuyển dịch sở thích về đặc thù ở mức độ tổng thể. Tất nhiên một cá nhân phải có mô hình dự báo với mức độ tin cậy nào đó để đưa ra một hành động linh hoạt. Thông thường, các nghiên cứu ủng hộ điều này đã sử dụng các nhân tố kinh tế vĩ mô như phần bù rủi ro vỡ nợ, đường cong cấu trúc kỳ hạn, và tỷ suất cổ tức tổng thể. Có bằng chứng cho thấy sự gia tăng tỷ suất sinh lợi khi sử dụng phương pháp này cho thị trường Mỹ, Anh, và Nhật.²²

Hình 19.4 Tỷ suất sinh lợi trung bình theo phân vị so với tỷ suất sinh lợi mong đợi danh mục đầu tư



Nguồn: *Journal of Financial Economics*, Vol 41, Issue 3, Haugen, R. A., và N. L. Baker, "Commonality in the determinants of expected stock return", pp. 401 – 39, July 1996.

Để minh họa cho việc sử dụng chiến lược xoay theo đặc thù, chúng ta trở lại với nghiên cứu ở mức độ thị trường chứng khoán của quốc gia. Stéphanie Desrosiers, Jean-Francois L'Her, và Jean-Francois Plante chỉ ra rằng giống như việc có thể dịch chuyển giữa các cổ phiếu trong một danh mục nội địa dựa trên quan tính giá và nhân tố giá trị, một cá nhân cũng có thể dịch chuyển giữa các thị trường chứng khoán quốc gia trong một danh mục toàn cầu dựa trên các tín hiệu về quan tính giá và nhân tố giá trị.²³ Các chỉ số MSCI bằng đồng đôla của Mỹ, Canada, Úc, Hong Kong, Nhật, Singapore, và 12 thị trường chính ở Châu Âu từ năm 1975 đến 2003 được sử dụng. Theo chiến lược giá trị tương đối, một danh mục theo tháng được thiết lập, với việc mua bốn thị trường có tỷ số B/M cao nhất và bán bốn thị trường có B/M thấp nhất. Một chiến lược như vậy tạo ra một tỷ suất sinh lợi gộp là 0.32%/tháng. Theo chiến lược cường độ tương đối (quan tính giá), một danh mục theo tháng được thiết lập với việc mua bốn thị trường có tỷ suất sinh lợi hàng năm trong quá khứ cao nhất và bán bốn thị trường có tỷ suất sinh lợi hàng năm trong quá khứ thấp nhất. Trong trường hợp này, tỷ suất sinh lợi trung bình của danh mục là 0.81%/tháng. Đáng chú ý, các danh mục này có tương quan âm với nhau, hệ số tương quan trung bình là -0.56 trong 5 năm có dịch chuyển trong suốt thời kỳ

lấy mẫu, hàm ý tính hiệu lực của phương pháp đa dạng hóa đặc thù. Một danh mục có một nửa tỷ trọng đầu tư vào giá trị tương đối và một nửa tỷ trọng đầu tư vào cường độ tương đối có tỷ suất sinh lợi là 0.86%/tháng – và với rủi ro thấp hơn đáng kể so với cả hai thành phần kết hợp nên.

Những nhà nghiên cứu này cũng tìm hiểu liệu chiến lược xoay theo đặc thù có thể làm tốt hơn không. Chuyển đổi giữa các chiến lược đòi hỏi một nguyên tắc ra quyết định. Họ lập luận rằng khi thị trường giảm/tăng, phương pháp giá trị/tương đối/cường độ/tương đối có thành công lớn hơn. Chiến lược đầu là do hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng, ngụ ý là sự e ngại rủi ro gia tăng khi thị trường đi xuống, trong khi chiến lược sau là do tâm lý quá tự tin ở mức độ tổng thể gia tăng khi tỷ suất sinh lợi thị trường cao (nhờ lại mô hình quán tính giá có liên quan đến sự quá tự tin).²⁴

Bảng 19.5 Tỷ suất sinh lợi trung bình hàng tháng đối với chiến lược thiên về giá trị/tương đối, chiến lược cường độ/tương đối và chiến lược xoay đặc thù sử dụng chỉ số quốc gia

	Chiến lược giá trị/tương đối	Chiến lược cường độ/tương đối	Chiến lược xoay đặc thù
Những tháng dự báo đúng	3.32%	5.18%	4.20%
Những tháng dự báo sai	-1.38%	-4.12%	-2.29%
Trung bình tỷ trọng tất cả các tháng	0.93%	1.81%	1.30%
Phương pháp đặc thù đơn	0.32%	0.81%	

Nguồn: DesRosier, S., J. F. L'Her, và J. F. Plante, "Style management in equity country allocation", *Financial Analysts Journal*, vol. 60, No. 2, (2004), pp 40 – 54.

Thực tế, như trong bảng 19.5, chiến lược xoay theo đặc thù có tạo ra lợi nhuận. Trong 203 tháng khi có tín hiệu nghiêng về phía giá trị/tương đối, mặc dù chiến lược này tạo ra lợi nhuận chỉ trong 100 tháng, lợi nhuận là 0.93%/tháng theo trung bình có trọng số (so với 0.32% đối với chiến lược giá trị/tương đối toàn bộ) bởi vì tỷ suất sinh lợi trung bình trong những

tháng thành công là 3.32% so với -1.38% trong những tháng thất bại. Ngược lại, trong 141 tháng khi có tín hiệu nghiêng về hướng cường độ tương đối, phần lớn (90) là thành công. Kết hợp với thực tế là các tháng thành công tạo được tỷ suất sinh lợi là 5.18%/tháng so với -4.12%/tháng đối với các tháng thất bại, tính theo trung bình có tỷ trọng thì lợi nhuận là 1.81% (so với 0.81%/tháng đối với chiến lược cường độ tương đối toàn bộ). Nhìn chung, chiến lược xoay theo đặc thù tạo ra tỷ suất sinh lợi 1.3%/tháng.²⁵ Kết luận lại, mặc dù sự đa dạng hóa đặc thù sinh lợi ở mức độ chỉ số quốc gia, nhưng thậm chí có thể đạt được lợi nhuận lớn hơn bằng chiến lược xoay dựa trên tỷ suất sinh lợi năm trước.

19.6 CÓ THỂ GIA TĂNG THÀNH QUẢ DANH MỤC BẰNG TÀI CHÍNH HÀNH VI?

NHỮNG BẰNG CHỨNG TRƯỚC ĐÂY

Một nghiên cứu gần đây xác định liệu có khả năng gia tăng thành quả danh mục bằng tài chính hành vi hay không, đã đánh giá thành quả của 16 quỹ hổ tương có yếu tố hành vi do tự công bố hay do truyền thông nhận ra.²⁶ Các quỹ này tuyên bố chiến lược đầu tư của họ toàn bộ hay một phần dựa trên các nguyên tắc của tài chính hành vi. Tất nhiên một trong những hạn chế của nghiên cứu, được chính các tác giả thừa nhận, đó là số lượng mẫu ít. Các quỹ khác không bao gồm trong mẫu có thể cũng theo đuổi các quy tắc về hành vi nhưng không được biết đến. Ngoài ra, không có gì đảm bảo rằng đầu tư theo hành vi thực sự được các quỹ trong mẫu theo đuổi. Sau tất cả các bằng chứng thì việc thay đổi tên của bạn hay chiến lược công khai theo đuổi những gì có thể được xem là khẩu vị trong một tháng nào đó thì thành công trong việc thu hút các dòng tiền cho quỹ.²⁷ Thực tế, các quỹ theo hành vi trong nghiên cứu đang thu hút tiền của nhà đầu tư, và tên của họ hay chiến lược đầu tư công khai có thể là một nguyên nhân.

Tuy nhiên, có thể lý do chính khiến các quỹ này có thể thu hút các nhà đầu tư đó là khi là một nhóm thì các quỹ có thể có thành quả tốt hơn S&P 500. Mặc dù vậy, khi bổ sung vào mô hình 3 nhân tố của Fama-French một nhân tố khác là quán tính giá, các quỹ theo hành vi không thể kiểm được tỷ suất sinh lợi vượt trội. Hầu hết các quỹ dường như vốn hóa trên lợi thế giá trị. Vì vậy, theo nghĩa này, các tác giả kết luận, không có bằng chứng cho thấy đầu tư theo hành vi sẽ mang lại lợi nhuận cho tới hiện tại.

Có một vài hàm ý. Thứ nhất, rất ít nhà quan sát cho rằng quán tính giá là một nhân tố rủi ro, vì vậy đưa nó vào có thể gây ra tranh cãi. Và chưa hết, việc sử dụng một cơ chế điều chỉnh rủi ro như vậy đòi hỏi các quỹ phải làm tốt hơn thay vì chỉ đơn giản là vốn hóa trên các bất thường đã được biết đến như hiệu ứng công ty nhỏ, nhân tố giá trị và quán tính giá. Bởi vì yêu cầu này dường như hợp lý, phát hiện cho thấy các quỹ này khi là một nhóm không tạo ra giá trị tăng thêm dường như đúng. Thứ hai, ngay cả khi chúng ta chấp nhận điều này, giới hạn của mẫu và khả năng kiểm định cũng là vấn đề đáng quan tâm. Đối với vấn đề này, mặc dù có thể khó khăn để bác bỏ sự lệch khỏi tính hiệu quả của thị trường, cũng rất khó để bác bỏ một độ lệch rất nhỏ. Nói cách khác, các quỹ này có thể cung cấp một giá trị tăng thêm nào đó, nhưng các kiểm định thống kê không thể kết luận điều này.

THẾ NÀO LÀ ĐẦU TƯ THEO HÀNH VI?

Chúng ta bắt đầu chương này bằng việc định nghĩa đầu tư theo hành vi là một nỗ lực gia tăng thành quả danh mục bằng cách áp dụng các bài học từ tài chính hành vi. Nhưng thực sự thì điều này có nghĩa là gì? Ví dụ, gọi quỹ đầu tư của bạn (giả định) là “Quỹ giá trị theo hành vi” hay đưa các quy tắc về hành vi vào bản cáo bạch, dường như là chưa đủ.

Tập hợp các bất thường được mô tả trong Chương 4 và ở những phần khác trong cuốn sách này được biết đến khá phổ biến, đã được xuất bản ở nhiều tạp chí hàng đầu và được trình bày trong các cuộc họp báo nổi tiếng. Như đã được thảo luận trong Chương 3, một vài bất thường này đã được chỉ ra thành các hàm ý trong các mô hình về hành vi. Việc vận dụng kiến thức này trong xây dựng danh mục có tương đương với đầu tư theo hành vi? Chúng ta nên tin rằng còn cần phải có nhân tố khác. Một cá nhân luôn có thể tìm thấy một tập hợp các phương pháp lựa chọn đã từng hoạt động tốt trong quá khứ. Câu hỏi lớn đối với những nhà quản lý đó là phương pháp nào trong số đó có thể vận hành tốt trong tương lai. Vài phương pháp rõ ràng là giả mạo và những nhà quản lý sáng suốt có thể lờ đi. Những phương pháp khác, mặc dù rất hợp lý, có thể không hướng về tương lai. Theo quan điểm của chúng ta, một trong những nhân tố chính quyết định liệu mẫu hình nào trong dữ liệu hữu ích cho tương lai đó là liệu nó có dựa trên hành vi hay không. Những bất thường như vậy phần nào là “tự nhiên”, và mặc dù chúng có thể bị loại trừ bởi kinh doanh chênh lệch giá, nhưng với giới hạn của kinh doanh chênh lệch giá và bản

tính con người, không dễ dàng để làm điều này, đặc biệt là khi các phương pháp lựa chọn được cải thiện bằng việc liên hệ với các biến hỗ trợ thêm, như đã được thảo luận trong chương này. Theo nghĩa này, một cá nhân có thể so sánh lợi thế giá trị và hiệu ứng công ty nhỏ. Lợi thế giá trị là trung tâm của các mô hình về hành vi, còn hiệu ứng công ty nhỏ thì không. Lợi thế giá trị thường như tồn tại lâu dài (bất kể tính chu kỳ), trong khi nhiều người lại đặt nghi vấn về sự tồn tại kéo dài của hiệu ứng công ty nhỏ. Đầu tư theo hành vi nên nhiều hơn là dựa theo kinh nghiệm “thực tế”, cùng sự ưu tiên đối với các nhân tố dựa trên hành vi.²⁸

Mặc dù có nghiên cứu về thành quả đã đề cập ở trên, chúng ta có nên kỳ vọng đầu tư theo hành vi sẽ đem lại lợi nhuận? Tuy chưa có bằng chứng cho thấy điều này, nhưng với những hạn chế của bằng chứng hiện có và bản chất vô định hiện thời của đầu tư theo hành vi, chúng ta tin rằng vấn đề vẫn còn là một câu hỏi lớn.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Đầu tư theo quán tính giá và nhân tố giá trị chứng tỏ tính hiệu lực qua các mẫu và các thị trường khác nhau. Tuy nhiên, cũng tồn tại sự suy giảm các bất thường do kinh doanh chênh lệch giá.
2. Việc so sánh các nhà quản lý với những nhóm tương đồng là cần thiết khi tìm kiếm lợi thế giá tăng.
3. Nhân tố giá trị có thể được gia tăng bằng việc sử dụng các thông tin trong báo cáo tài chính. Quán tính giá có thể gia tăng bằng việc xem xét khối lượng giao dịch. Nhìn vào cấu trúc kỳ hạn tổng thể của tỷ suất sinh lợi quá khứ và tính nhất quán của tỷ suất sinh lợi cũng có thể dẫn đến lợi nhuận.
4. Phương pháp đa biến tìm kiếm cách thức sử dụng tất cả các nhân tố, nhưng không rõ là liệu có giá trị tăng thêm nào ngoài quán tính giá và nhân tố giá trị hay không.
5. Chiến lược xoay theo đặc thù cố gắng định thời điểm chuyển dịch đặc thù. Các nghiên cứu sơ bộ cả trong phạm vi từng quốc gia cũng như các thị trường quốc gia cũng đầy hứa hẹn.
6. Không có bằng chứng cho thấy đầu tư theo hành vi gia tăng tỷ suất sinh lợi. Tuy nhiên, với số lượng ít ỏi các quỹ tán thành khuynh hướng hành vi, và thiếu định nghĩa rõ ràng về đầu tư theo hành vi thực sự là gì, vấn đề này vẫn còn là một câu hỏi.

CAU HỘI THẢO LUẬN

1. Phân biệt các khái niệm/thuật ngữ sau:
 - a. Nhóm tương đồng và đầu tư theo đặc thù
 - b. Dựa theo đặc thù và chiến lược xoay theo đặc thù
 - c. Sức khỏe tài chính và báo cáo tài chính
 - d. Phương pháp đơn biến và đa biến
2. Mô tả cách thức mà quán tính giá có thể được cải thiện dựa vào cấu trúc kỳ hạn tổng thể của lãi suất theo mô hình hồi quy
3. Mô tả cách thức mà đầu tư giá trị có thể được cải thiện bằng cách chú ý vào báo cáo tài chính của một công ty.
4. Bằng chứng đầu tiên về khả năng gia tăng thành quả của việc đầu tư theo hành vi nói cho chúng ta biết điều gì?
5. Ví dụ về một bất thường đã suy giảm được trình bày trong các nghiên cứu? Điều này là tích cực hay tiêu cực nếu đứng trên quan điểm thị trường hiệu quả?

CHÚ THÍCH

1. Schwert, G. W., 2002, "Anomalies and market efficiency", Working paper.
2. Chan, L. K. C., và J. Lakonishok, 2004, "Value and growth investing: A review and update", *Financial Analysts Journal* 60 (Tháng 1/tháng 2), 71-86.
3. Xem Benz, C., P. Di. Teresa, và R. Kinnel, 2003, *Morningstar Guide to Mutual Funds: 5-Star Strategies for Success* (John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey).
4. Barberis, N., và A. Shleifer, 2003, "Style investing", *Journal of Financial Economics* 68, 161-199.
5. Ali, A., L. S. Hwang, và M. A. Trombley, 2003, "Arbitrage risk and the book-to-market anomaly", *Journal of Financial Economics* 69, 355-373.
6. Piotroski, J. D., 2000, "Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers", *Journal of Accounting Research* 38 (Supplement), 1-41.
7. Biểu đồ này dựa trên sự giảm bớt thận trọng hơn.
8. Xem Cooper, M., Jr., R. C. Gutierrez, và A. Hameed, 2004, "Market states and momentum", *Journal of Finance* 59, 1345-1365; và đối với trường hợp

- của Canada, xem Deaves, R., và P. Miu, 2007, "Momentum, reversal and market sate", *Canadian Investment Review* 20(4), 8-14.
9. Xem Thomsett, M. C., 1999, *Mastering Technical Analysis* (Dearborn Financial Publishing, Chicago, Illinois).
 10. Lee, C. M. C., và B. Swaminathan, 2000, "Price momentum and trading volume", *Journal of Finance* 55, 2017-1069.
 11. Grinblatt, M., và T. J. Moskowitz, 2004, "Predicting stock price movements from past returns: The role of consistency and tax-loss selling", *Journal of Financial Economics* 71, 541-579.
 12. Tỷ suất sinh lợi có phòng ngừa được định nghĩa là tỷ suất sinh lợi trên chứng khoán trong một tháng trừ đi tỷ suất sinh lợi của danh mục đã phòng ngừa rủi ro có cùng quy mô, giá trị và các đặc tính của ngành.
 13. Không rõ là liệu các cổ phiếu lời (hay lỗ) liên tục có thực sự là cổ phiếu lỗ (hay lời). Ví dụ, một cổ phiếu có thể có 8 tỷ suất sinh lợi dương và có 3 tỷ suất sinh lợi âm lớn.
 14. Asness, C. S., 1997, "The interaction of value and momentum strategies", *Financial Analysts Journal* 53 (Tháng 3/tháng 4), 29-36.
 15. Reinganum, M. R., 1988, "The anatomy of a stock market winner", *Financial Analysts Journal* 44 (Tháng 3/tháng 4), 16-28.
 16. Reinganum đã định nghĩa cường độ tương đối là trung bình theo tỷ trọng của những thay đổi trong giá hàng quý trong suốt một năm. Mặc dù quán tính giá thể hiện ở tỷ suất sinh lợi, bao gồm cả cổ tức, nhưng cường độ tương đối và quán tính giá có mối tương quan chặt chẽ. Lưu ý rằng Reinganum cũng nghiên cứu một nhóm lớn hơn gồm 9 yếu tố phổ biến nhưng lập luận rằng 4 yếu tố trên là quan trọng nhất.
 17. Để chắc chắn, một kiểm định ngoài mẫu thuần túy (sử dụng một khoảng thời gian hoặc một mẫu khác) sẽ thích hợp hơn.
 18. Haugen, R. A., và N. L. Baker, 1996, "Commonality in the determinants of expected stock returns", *Journal of Financial Economics* 41, 401-439.
 19. Phương thức xếp hạng này tương tự với Grinblatt, M., và T. J. Moskowitz, 2004, "Predicting stock price movements from past returns: The role of consistency and tax-loss selling", *Journal of Financial Economics* 71, 541-579.
 20. Hanna, J. D., và M. J. Ready, 2005, "Profitable predictability

- in the cross section of stock returns”, *Journal of Financial Economics* 78, 463-505.
21. Liệu các kết quả của Haugen và Baker có thể tái hiện lại bằng việc nắm giữ các vị thế lâu hơn 1 tháng hay không vẫn còn là phỏng đoán.
 22. Đối với trường hợp của Mỹ, xem Cooper, M., H. Gulen, và M. Vassalou, 2001, “Investing in size and book-to-market portfolios using information about the macroeconomy: Some new trading rules”, Working paper; đối với trường hợp của Nhật Bản, xem Bauer, R., J. Derwall, và R. Molenaar, 2002, “The real-time predictability of the size and value premium in Japan”, Working paper; và đối với trường hợp của Anh, xem Levis, M., và N. Tessaromatis, 2003, “Style rotation strategies: Issues of implementation”, Working paper. Ngoài ra, xem Montier, J., 2002, *Behavioral Finance: Insights into Irrational Minds and Markets* (John Wiley & Sons, Chichester, England), nhà nghiên cứu này đã đề xuất sử dụng hoạt động IPO và phần bù vốn cổ phần làm phương pháp sàng lọc. Cuối cùng, xem Avramov, D., và T. Chordia, 2006, “Predicting stock returns”, *Journal of Financial Economics* 82, 387-415, những nhà nghiên cứu này đã tìm thấy khả năng dự báo của tỷ suất sinh lợi chứng khoán riêng lẻ bằng cách sử dụng các biến kinh tế vĩ mô.
 23. DesRosiers, S., J. F. L'Her, và J. F. Plante, 2004, “Style management in equity country allocation”, *Financial Analysts Journal* 60, (tháng 11-12), 40-54.
 24. Xem Barberis, N., M. Huang, và T. Santos, 2001, “Prospect theory and asset prices”, *Quarterly Journal of Economics* 116(1), 1-53; và Daniel, K., D. Hirshleifer, và A. Subrahmanyam, 1998, “Investor psychology and security market under- and overreactions”, *Journal of Finance* 53, 1839-1885.
 25. Các kết quả chỉ kém đi một chút khi điều chỉnh rủi ro.
 26. Wright, C., P. Banerjee, và V. Boney, 2006, “Behavioral finance: Are the disciples profiting from the doctrine?”, Working paper.
 27. Cooper, M. J., H. Gulen, và P. R. Rau, 2005, “Changing names with style: Mutual fund name changes and their effects on fund flows”, *Journal of Finance* 60, 2825-2858.
 28. Để biết thêm thảo luận về việc sử dụng tài chính hành vi trong quản lý danh mục, xem Scott, J., M. Stumpf, và P. Xu, 1999, “Behavioral bias, valuation and active management”, *Financial Analysts Journal* 55 (tháng 7/tháng 8), 49-57.

TÀI CHÍNH THẦN KINH HỌC VÀ TRÍ ÓC CỦA NHỮNG NHÀ GIAO DỊCH

CHƯƠNG

20

20.1 GIỚI THIỆU

Trong quyển sách này chúng ta đã tranh luận rằng nhận thức và cảm xúc có những tác động to lớn đến quyết định của con người. Tất nhiên những nhà giao dịch cũng không phải là ngoại lệ. Chương này bắt đầu bằng việc xem xét những gì chúng ta biết về các yếu tố làm nên một nhà giao dịch thành công so với những người khác. Tất cả chúng ta đều suy ngẫm về câu hỏi thường gây tranh luận về bản chất và sự nuôi dưỡng trong việc lý giải thành công hay thất bại của một cá nhân. Trong chương cuối này, chúng ta sẽ nghiên cứu các lựa chọn xuất phát từ đâu. Bằng chứng hàm ý rằng có cả những nền tảng môi trường và sinh học.

Chương này bắt đầu ở phần 20.2 với một thảo luận về tính chuyên môn, tức là điều gì làm nên một nhà giao dịch có kỹ năng? Các kỹ năng nhận thức được cải thiện thông qua thực hành và luyện tập, nhưng cảm xúc cũng đóng vai trò quan trọng. Kế tiếp, trong phần 20.3, chúng ta trở lại với lĩnh vực đang phát triển là tài chính thần kinh học. Sử dụng công nghệ hình ảnh, các nhà nghiên cứu đã có những đóng góp vào nhận thức về việc con người ra quyết định. Trong phần 20.4, chúng ta mô tả vài phân tích được các nhà nghiên cứu tài chính thần kinh học đưa ra gần đây. Những nhà nghiên cứu này đã tìm thấy rằng nhận thức và cảm xúc có tác động bổ sung cho nhau. Những nhà giao dịch cân bằng cảm xúc có thành quả tốt nhất. Sự không chắc chắn và rủi ro được trải nghiệm theo những cách khác nhau trong trí óc của chúng ta, như lời và lỗ, rủi ro và tỷ suất sinh lợi. Phần 20.5 kết luận lại với những lời khuyên mang tính thực tiễn.

20.2 CHUYÊN MÔN VÀ KIẾN THỨC NGẦM

Xem xét tình huống sau. Bạn đang ở trong một nhà hát lớn và tình cờ gặp một người bạn tốt, Molly. Tất nhiên là bạn nhận ra cô ấy ngay lập tức. Böyle giờ hãy nghĩ về điều này. Điều gì sẽ xảy ra nếu thay vào đó bạn biết Molly có mặt ở nhà hát nhưng ngồi ở hàng ghế đối diện. Người bạn đi cùng bạn tới nhà hát, Amy, sẽ đi tìm Molly nhưng cả hai chưa hề gặp mặt. Bạn sẽ cố hết sức mô tả về Molly cho Amy. Khả năng Amy sẽ nhận ra được Molly trong số hàng ngàn người ở đây? Không nhiều lắm.

Rất nhiều thứ chúng ta biết nhưng không thể mô tả bằng lời. Khuôn mặt là một thứ rất phức tạp, và chúng ta đơn giản là không có đủ từ ngữ để mô tả rõ ràng một cách chính xác một người nào đó. Ngôn ngữ mang tính tuyệt đối, trong khi các đặc điểm phân biệt giữa hai khuôn mặt gần giống nhau lại có thể khá mờ nhạt. Vài nhà khoa học về nhận thức cho rằng con người có kiến thức mà họ không thể diễn đạt bằng lời, tức đề cập đến **kiến thức ngầm** (*implicit learning/tacit knowledge*).¹

Brett Steenbarger lập luận rằng những nhà giao dịch cũng có thông tin về thị trường mà họ không thể mô tả đầy đủ bằng từ ngữ.² Giống như một khuôn mặt, các thị trường có thể phức tạp hơn ngôn ngữ mà ta dùng để mô tả chúng. Điều đó có nghĩa là chúng ta cần một mạng lưới tốt hơn để mô tả thị trường? Hay là quan điểm này đề xuất rằng chúng ta nên có hiểu biết tốt hơn về cách thức những nhà giao dịch ra quyết định?

Sự xuất chúng trong hầu hết các lĩnh vực đều đòi hỏi tính chuyên môn. Chúng ta định nghĩa **chuyên môn** (*expertise*) như thế nào? Thông thường, chúng ta hay nghĩ đến khía cạnh thành quả tương đối, nghĩa là những người đứng đầu trong lĩnh vực của họ thường được xem là những chuyên gia. Do kiến thức ngầm, một chuyên gia chơi cờ hay một cầu thủ bóng đá chuyên nghiệp, theo bản năng, thường biết rằng đâu là hành động tốt nhất, có lẽ sẽ không có bất kỳ đánh giá nhận thức nào. Nhớ lại thảo luận của chúng ta về nền tảng của cảm xúc trong Chương 7, các nhà tâm lý học tin rằng cảm xúc có thể phát triển độc lập hoàn toàn với nhận thức. Nói cách khác, bạn có thể cảm thấy sợ hãi ngay khi chưa nhận thức được điều gì khiến bạn sợ hãi.

Khi quan sát thị trường, một nhà giao dịch có thể tự nhiên biết rằng anh ta sẽ hành động như thế nào. Steenbarger lưu ý rằng trong nhiều trường hợp, những nhà giao dịch sẽ có những quyết định mua hoặc bán tương tự nhau và sau đó, ở hậu nghiệm, họ đưa ra những mô tả rất khác

nhau đối với các thông tin khiến họ đưa ra quyết định đó. Những nhà giao dịch cùng có thông tin như nhau, hành xử giống nhau nhưng lại hiểu về hành vi của mình khá khác nhau. Có lẽ một nhà giao dịch quyết định dựa trên bản năng chứ không phải những đánh giá trong nhận thức.³ Về sau, họ tạo ra một lý giải phù hợp về mặt nhận thức đối với kỳ vọng của họ. Steenbarger lập luận rằng “nhà giao dịch thành công cảm nhận được thị trường nhưng không bị chi phối bởi những cảm giác đó”.⁴ Các nghiên cứu về các vận động viên điền kinh chuyên nghiệp cũng có những kết luận tương tự. Ví dụ, một nghiên cứu lập luận rằng “cảm xúc, và khả năng kiểm soát chúng hiệu quả, có thể giải thích phần lớn những thay đổi trong thành quả của vận động viên”.⁵ Trong khía cạnh hoạt động giao dịch, một nhà giao dịch chuyên nghiệp thường có một linh tính đối với một tình huống cụ thể nào đó, nhưng họ vẫn duy trì kiểm soát bằng các hành động cân nhắc và cẩn trọng.

Điều đó có nghĩa là sự thành thạo trong giao dịch là do bẩm sinh và không thể học được? Việc đọc một thông tin trên thị trường có thể giống như việc hiểu một sự tương tác xã hội. Một vài người làm điều này tốt hơn những người khác. Mặc dù có thể khả năng bẩm sinh ở một mức độ nào đó là cần thiết, nhưng các bằng chứng hàm ý rằng chuyên môn có thể được cải thiện. Không nhiều người trong chúng ta tin rằng một tiền vệ chuyên nghiệp trải qua thời niên thiếu chỉ xem bóng đá trên tivi và nhâm nhi khoai tây chiên. Biết luật của trò chơi không làm cho bạn chơi giỏi trò đó. Thực hành và luyện tập là yếu tố chung của những người thành công. Ví dụ, một người chơi violin thành thạo trung bình phải trả qua 10,000 giờ luyện tập.⁶

Những nhà giao dịch thành công cũng dành rất nhiều thời gian để thực hành. Việc thực hành này giúp họ có khả năng liên kết những gì họ biết về thị trường với hành động mà họ nên làm. Thông qua kiến thức ngầm, họ có thể có những quyết định tốt và hiệu quả hơn. Một nhà giao dịch trong ngày dành hàng giờ hoặc thậm chí là hàng phút để đánh giá tình hình thị trường hiện tại trước khi có quyết định giao dịch chắc chắn sẽ rất khó để thành công.

20.3 TÀI CHÍNH THẦN KINH HỌC

Mặc dù chúng ta biết rằng việc thực hành là cần thiết để cải thiện bất kỳ kỹ năng nào, nhưng việc khám phá những bí ẩn trong não bộ vẫn là

một chìa khóa quan trọng để hiểu được cách thức thúc đẩy sự phát triển chuyên môn trong bất kỳ lĩnh vực nào, kể cả đầu tư. Liệu những nhà lý luận theo thuyết tiến hóa có đúng khi tranh luận rằng những cảm xúc cơ bản của chúng ta đã tiến hóa để thúc đẩy sự tồn tại của các giống loài như đã thảo luận trong Chương 7? Liệu những chuyên gia có tính cách bẩm sinh nào hay không, hay liệu bất kỳ ai cũng có thể nâng cao sự thông thạo trong giao dịch hay không?

Tài chính và kinh tế thần kinh học sử dụng công nghệ não bộ để nghiên cứu hành vi của não bộ khi một người ra các quyết định tài chính và kinh tế. Trong lĩnh vực mới đang phát triển này, kết quả từ kinh tế học, tài chính, tâm lý học và khoa học thần kinh cung cấp những nền tảng để nghiên cứu xa hơn. Khoa học thần kinh sử dụng hình ảnh não bộ, như đã mô tả ở Chương 7, để hiểu về hoạt động của bộ não và cách thức làm việc của nó.⁷ Với công nghệ này, các nhà khoa học có thể thực sự đo lường những phản ứng về cảm xúc. Tiềm năng của công nghệ này còn được những nhà thực hành chú ý đến. Thực tế, Jason Zweig, tác giả lâu năm của tạp chí Money và phụ trách chuyên mục khách mời cho tạp chí Time và cnn.com đã viết:⁸

Tôi đã là một ký giả về tài chính từ năm 1987, và không có gì tôi đã từng học về đầu tư lại hấp dẫn tôi nhiều hơn là những phát hiện đáng chú ý từ nghiên cứu về “kinh tế thần kinh học”. Nhờ lĩnh vực mới mẻ này... chúng ta có thể bắt đầu hiểu được điều gì chi phối hành vi đầu tư không chỉ ở mức độ lý thuyết hay thực tiễn, mà còn ở chức năng sinh học cơ bản. Những ý tưởng lóe sáng từ hiểu biết cơ bản này có thể giúp bạn thấy được điều gì khiến bạn trở thành một nhà đầu tư mà trước đây bạn chưa từng biết.

Các nhà đầu tư biết được “điều gì khiến họ hành động” sẽ được chuẩn bị tốt hơn để đưa ra những quyết định đầu tư tốt.

Quan trọng phải hiểu rằng khoa học thần kinh không đơn giản chỉ là phác thảo ra bản đồ của não bộ. Thay vào đó, bằng cách nhìn vào cách thức bộ não phản ứng thông qua nhiều hành động khác nhau, các nhà khoa học có thể hiểu được cách thức vận hành và giải quyết vấn đề của não.⁹ Chúng ta sẽ hiểu biết hơn về sự kết hợp giữa tiến trình nhận thức và các phản ứng cảm xúc. Phản ứng nào được kiểm soát và phản ứng nào là tự động? Những hiểu biết này cho phép các nhà kinh tế học cải thiện các mô hình ra quyết định, cũng như nỗ lực hướng dẫn các nhà đầu tư.

Nhớ lại thảo luận trước đây của chúng ta về não bộ trong đó các phản ứng tự động và có kiểm soát có liên quan đến những phần khác nhau của bộ não. Những phản ứng tự động thường kích thích chất xám, trong khi các phản ứng được kiểm soát kích hoạt não trước (hoặc vỏ não trước). Sử dụng công nghệ hình ảnh, các nhà khoa học có thể quan sát các vùng của não được kích hoạt khi có nhiệm vụ. Trong Chương 7 chúng ta cũng đã nói về nghiên cứu của Damasio về hành vi của những bệnh nhân bị tổn thương não.¹⁰ Những bệnh nhân này không có phản ứng về mặt cảm xúc do thùy não trước đã bị tổn thương, và Damasio kết luận rằng việc ra quyết định và cảm xúc có liên hệ với nhau. Mặc dù các nghiên cứu về bệnh nhân bị tổn thương não có thể chứa nhiều thông tin, nhưng công nghệ hình ảnh não bộ cho phép kiểm soát nhiều hơn để có thể tiến hành nghiên cứu với độ chính xác cao hơn. Các nhà thần kinh học đang đạt được những bước tiến lớn trong tìm hiểu chức năng của não, và do đó, các nhà nghiên cứu đề xuất các mô hình và lý thuyết mới kết hợp các khía cạnh tâm lý, bao gồm cả cảm xúc.¹¹

20.4 KIẾN THỨC TỪ TÀI CHÍNH THẦN KINH HỌC

Các nhà thần kinh học đã nghiên cứu rất nhiều câu hỏi liên quan đến việc ra các quyết định tài chính. Vài nghiên cứu đã tìm hiểu tác động của cảm xúc lên hoạt động giao dịch bằng cách nghiên cứu các đặc điểm tâm lý của những chuyên gia giao dịch chứng khoán trong khi họ đang chủ động giao dịch trực tiếp. Một nghiên cứu đã cho thấy tương quan chặt chẽ giữa chuyển biến của thị trường và các đặc điểm tâm lý như độ truyền dẫn bě mặt da và các dữ liệu về tim mạch.¹² Sự khác biệt cũng tồn tại ở các nhà giao dịch, có lẽ là liên quan đến kinh nghiệm giao dịch. Một nghiên cứu khác xem xét liệu cảm xúc có phải là một nhân tố quan trọng quyết định khả năng thành công của một nhà giao dịch trong thị trường tài chính hay không.¹³ Nghiên cứu tìm thấy rằng những người có phản ứng mạnh nhất với lời và lỗ sẽ có thành quả giao dịch kém nhất, hàm ý nhu cầu tất yếu phải cân bằng cảm xúc.

Công nghệ hình ảnh não bộ được sử dụng khi những người tham gia thử nghiệm phải đưa ra các lựa chọn có rủi ro.¹⁴ Nghiên cứu này chỉ ra cách thức lời và lỗ dự đoán và thực hiện có thể khác nhau do những vùng khác nhau của bộ não được kích hoạt. Khi lời được dự đoán, vùng dưới vỏ não là trung tâm não bộ (NAcc) được kích hoạt. Vùng này chứa rất nhiều chất dopamine, một hợp chất liên quan đến cả những tác động tích cực

của tiền thưởng cũng như việc sử dụng chất gây nghiện. Thực tế là vùng này chỉ hoạt động khi dự đoán lời (chữ không phải lỗ) và điều này hợp lý với việc trải nghiệm lời lỗ khác nhau trong thuyết triển vọng.

Nghiên cứu khác về hình ảnh não bộ chỉ ra rằng có lẽ đằng sau tâm lý e ngại mờ hồ đó là việc rủi ro và sự không chắc chắn được trải nghiệm theo những cách khác nhau.¹⁵ Nhớ lại trong Chương 1, chúng ta đã thảo luận sự khác biệt giữa rủi ro và tính không chắc chắn. Với một lựa chọn rủi ro, một cá nhân có thể ước tính được xác suất các kết quả, nhưng trong điều kiện không chắc chắn thì lại không biết được xác suất. Sự khác biệt này rất quan trọng bởi vì bộ não có thể đánh giá một lựa chọn trong một tình huống rủi ro khác biệt với một lựa chọn trong tình huống không chắc chắn. Nghiên cứu chỉ ra rằng khi đối mặt với sự không chắc chắn, những vùng hoạt động mạnh nhất là vùng vỏ não trước ngay hốc mắt (vùng tích hợp cảm xúc và nhận thức) và chất xám (vùng trung tâm của phản ứng cảm xúc).¹⁶ Ngược lại, khi đối mặt với rủi ro, vùng não phản ứng thông thường là thùy đỉnh, vì thế các nhà nghiên cứu kết luận rằng những lựa chọn trong bối cảnh này chịu sự chi phối của các nhân tố về nhận thức.¹⁷ Tóm lại, sự không chắc chắn dường như có liên quan chặt chẽ hơn với phản ứng cảm xúc, trong khi rủi ro lại dẫn đến một phản ứng trong nhận thức.

Khi những giai đoạn nào đó trở nên ít chắc chắn hơn (ví dụ năm 2008, được mô tả trong Chương 14), các nhà đầu tư không thể ước tính chính xác phân phối của tỷ suất sinh lợi tương lai, và điều này khiến họ đi từ chỗ cân nhắc lý trí đến chỗ phản ứng cảm xúc.¹⁸ Kết quả là các nhà đầu tư không sẵn lòng nắm giữ các tài sản rủi ro trong điều kiện thị trường hỗn loạn, xu hướng này có thể làm trầm trọng thêm sự sụt giảm của thị trường.

Một kiểm tra trí óc về sự e ngại thua lỗ trước mắt cũng được tiến hành.¹⁹ Trong đó, so sánh một nhóm bệnh nhân có những tổn thương não bộ ở những vùng có liên quan đến tiến trình hình thành cảm xúc với một nhóm được kiểm soát. Nhóm đầu có thể chấp nhận rủi ro nhiều hơn nhóm được kiểm soát. Ngoài ra, nhóm bệnh nhân thể hiện sự nhút nhát cao hơn trong mức độ e ngại rủi ro của mình. Nói cách khác, những người bị giảm sút về khả năng phản ứng với nỗi sợ hành xử phù hợp hơn với lý thuyết hữu dụng lỵ vong.

Một nghiên cứu khác tập trung vào cách thức bộ não của người ra quyết định phản ứng với những mức độ rủi ro thay đổi, thay vì tập trung

vào kiến thức hay giá trị kỳ vọng.²⁰ Sử dụng một trò chơi may rủi, giá trị kỳ vọng và rủi ro thay đổi trong khi hoạt động não bộ của những người tham gia được giám sát. Như thông thường trong tài chính, kết quả được đo lường bằng lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro được đo lường bằng phương sai của lợi nhuận. Thú vị là, các nhà nghiên cứu tìm thấy rằng hoạt động của não thay đổi cả về thời gian và vị trí đối với lợi nhuận và rủi ro. Hoạt động của não phản ứng lại với lợi nhuận là ngay lập tức, trong khi phản ứng với rủi ro bị trì hoãn. Thời gian và vị trí hoạt động rất quan trọng bởi vì nếu chúng ta có thể tách biệt tác động của rủi ro và lợi nhuận đối với não, các nhà nghiên cứu có thể nghiên cứu những thay đổi trong cảm nhận về rủi ro ảnh hưởng đến việc ra quyết định như thế nào. Ví dụ, họ có thể phân tích việc nhận thức sai về rủi ro cũng như những khó khăn trong việc nhận thức có thể giải thích như thế nào cho các hành vi dưới mức tối ưu.

20.5 CHUYÊN MÔN VÀ CẢM XÚC

Nghiên cứu chỉ ra rằng hiểu biết về những phản ứng não bộ sẽ giúp chúng ta hiểu được một vài câu đố đã được đề cập trong cuốn sách này. Ngoài ra, còn có những hàm ý hướng dẫn quan trọng đối với những nhà giao dịch. Tất cả chúng ta đều quen thuộc với câu ngạn ngữ cổ “luyện tập làm nên sự hoàn thiện”. Để đạt được tính chuyên môn, quan trọng là phải biết luật chơi, vì vậy học tập trong đầu tư không phải là ý kiến tối. Tuy nhiên, cùng một lúc, luyện tập nhiều bằng cách mô phỏng trong các điều kiện thị trường khác nhau sẽ cải thiện việc ra quyết định khi giao dịch.

Tuy nhiên, phải tốn chi phí gì để trở nên chuyên nghiệp? Mặc dù chúng ta biết rằng cần phải có nhiều giờ đồng hồ học tập và thực hành, nhưng liệu nỗ lực này có được đền đáp xứng đáng? Có bằng chứng cho thấy câu hỏi này có thể được trả lời một cách quả quyết đối với những người thực hành tài chính. Một nhà nghiên cứu xây dựng một “chỉ số khác biệt thu nhập”, là thu nhập của một phân vị cụ thể chia cho thu nhập trung vị đối với từng nghề nghiệp.²¹ Thước đo này cho phép chúng ta phân biệt mức thu nhập trung bình cao và mức thu nhập cao đối với những chuyên gia hàng đầu trong một ngành nghề nào đó. Đối với những chuyên gia tư vấn trong lĩnh vực kinh doanh và tài chính, bao gồm cả nhà môi giới chứng khoán, thu nhập có tương quan chặt chẽ với thành quả. Tại phân vị thứ 90, chỉ số khác biệt thu nhập là 3.5, chỉ ra rằng 10% những người đứng

đầu kiếm được gấp 3.5 lần mức thu nhập trung vị. Trên thực tế, đây là giá trị quan sát được lớn nhất của chỉ số khác biệt thu nhập trong tất cả các nghề nghiệp được nghiên cứu!

Vì vậy, bằng chứng để xuất rằng lợi ích khi trở thành một chuyên gia tư vấn tài chính thành thạo có thể vượt xa chi phí. Vậy thì làm thế nào để có thể trở thành một chuyên gia? Các nhà nghiên cứu kết luận rằng kiến thức ngầm là một chỉ báo quan trọng về thành công trong kinh doanh, thường được đo lường bằng mức lương, vị trí, và thứ bậc của công ty (ví dụ, nằm trong xếp hạng 500 của Fortune).²² **Kiến thức thực tiễn (practical knowledge)**, hay khả năng đạt được kiến thức ngầm và biến nó thành một chiến lược tốt, là một hàm số của môi trường và khả năng của cá nhân. Do đó, với một năng lực nhất định, làm việc chăm chỉ có thể chuyển thành sự thành công.

Tuy nhiên, một nhà giao dịch thành công phải luôn nhớ rằng cảm xúc có tác động quyết định đến kết quả. Chúng ta đã tranh luận xuyên suốt cuốn sách này rằng cảm xúc có thể gia tăng việc ra quyết định. Tuy nhiên, bằng chứng chỉ ra trước đó để xuất rằng những nhà giao dịch nên thận trọng với những phản ứng cảm xúc quá mức.²³ Một nghiên cứu khác gần đây dùng hình ảnh não bộ để phân tích cách thức bộ não phản ứng khi những người tham gia chơi trò chơi tối hậu đã được mô tả trong Chương 11.²⁴ Khi những đề nghị không công bằng bị những người đáp trả từ chối, những nhà nghiên cứu thấy rằng có sự gia tăng đáng kể trong hoạt động của não ở thùy nhỏ trước, một vùng não bộ liên hệ với cảm xúc. Nhớ lại rằng thậm chí những đề xuất được xem là thiếu công bằng cũng nên được người đáp trả chấp nhận nếu họ chỉ quan tâm đến việc gia tăng thu nhập. Vì vậy, những nhà giao dịch nên áp dụng các kỹ năng nhận thức của họ khi trải nghiệm một phản ứng cảm xúc mạnh mẽ nhằm khắc phục xu hướng phản ứng theo cảm xúc, giống như một người đáp trả trong trò chơi tối hậu nhận thức được phản ứng cảm xúc của mình nên chấp nhận một đề xuất cho dù nó có vẻ thiếu công bằng. Phản ứng cảm xúc và đánh giá nhận thức về rủi ro có thể khá khác biệt. Hãy nghĩ về cách thức mà nhiều người cảm nhận về rủi ro xảy ra tai nạn ôtô và máy bay. Mặc dù lái một chiếc ôtô được xem là lựa chọn ít an toàn hơn, nhưng thường một phản ứng cảm xúc sẽ đóng vai trò chi phối, và có thể khiến nhiều người tránh xa máy bay.

CÁC ĐIỂM CHÍNH

1. Tính chuyên môn được định nghĩa ở khía cạnh thành quả tương đối, trong đó những người đứng đầu lĩnh vực của họ được xem là những chuyên gia.
2. Kiến thức ngầm phản ánh những kiến thức không thể mô tả bằng ngôn ngữ.
3. Các chuyên gia phát triển kiến thức ngầm giúp gia tăng thành quả trong một lĩnh vực nào đó.
4. Tài chính thần kinh học sử dụng công nghệ hình ảnh não bộ và các kết quả từ kinh tế học, tài chính và tâm lý học để hiểu biết nhiều hơn về cách thức hoạt động của não.
5. Những khác biệt về tâm lý học tồn tại ở các nhà giao dịch chuyên nghiệp, và cảm xúc là một nhân tố quan trọng quyết định khả năng của một nhà giao dịch.
6. Những phản ứng của não đối với những biến động trong rủi ro và lợi nhuận thay đổi cả về vị trí và thời gian hoạt động.
7. Thực hành là cần thiết để vượt trội trong giao dịch, và những nhà giao dịch giỏi có thể đưa ra các quyết định dựa trên linh cảm, trong khi cùng lúc đảm bảo rằng họ kiểm soát được những phản ứng cảm xúc.

CÂU HỎI THẢO LUÂN

1. Phân biệt các khái niệm/thuật ngữ sau:
 - a. Kiến thức ngầm và thực hành
 - b. Kiến thức thực tiễn và kiến thức ngầm
 - c. Chuyên môn và khả năng
 - d. Chức năng của não và thành phần của não
2. Tính không chắc chắn và rủi ro được trải nghiệm khác nhau có thể tác động trong thời kỳ khủng hoảng tài chính. Thảo luận.
3. Cân bằng cảm xúc là mong muốn của những nhà giao dịch tài chính. Thảo luận.
4. Từ khi tốt nghiệp đại học, một người bạn của bạn, William đã đạt được mức lương cao và là một chuyên viên tư vấn tài chính thành công. Danh sách khách hàng của anh ta rất dài và nhiều người muốn có lời tư vấn của anh ta. Thảo luận phát biểu sau: Thành công của William chủ yếu là do may mắn.

5. Bằng chứng để xuất rằng lợi ích khi trở thành một chuyên gia tư

vấn tài chính thành thạo có thể vượt xa chi phí. Thảo luận.

GIẢI THÍCH

- Xem Steenbarger, B. N., 2003, *The Psychology of Trading* (Wiley, Hoboken, New Jersey); và Steenbarger, B. N., 2007, *Enhancing Trader Performance: Proven Strategies from the Cutting Edge of Trading Psychology* (Wiley, Hoboken, New Jersey).
- Steenbarger, B. N., 2003, *The Psychology of Trading* (Wiley, Hoboken, New Jersey).
- Zajonc, R., 1980, "Feeling and thinking: Preferences need no inferences", *American Psychologist* 35, 151-175.
- Steenbarger, B. N., 2003, *The Psychology of Trading* (Wiley, Hoboken, New Jersey), p. 48.
- Janelle, C. M., và C. H. Hillman, 2003, "Expert performance in sport: Current perspectives and critical issues", trong J. L. Starkes và K. A. Ericsson, eds., *Expert performance in sport* (Champaign, Illinois, Human Kinetics), p. 24.
- Như trên, pp. 19-47.
- Các nghiên cứu về thần kinh học sử dụng hình ảnh não bộ để nghiên cứu rất nhiều vấn đề. Các công trình gần đây sử dụng hình ảnh não bộ để tìm hiểu về các vấn đề xã hội và đạo đức. Ví dụ, xem Glannon, W., 2007, *Defining Right and Wrong in Brain Science: Essential Readings in Neuroethics* (Dana Press, New York).
- Zweig, J., 2007, *Your Money and Your Brain: How the New Science of Neuroeconomics Can Help Make You Rich* (Simon and Schuster, New York), p. 1.
- Xem Camerer, C., G. Loewenstein, và D. Prelec, 2005, "Neuroeconomics: How neuroscience can inform economics", *Journal of Economic Literature* 43, 9-64; và Camerer, C. F., 2007, "Neuroeconomics: Using neuroscience to make economic predictions", *The Economic Journal* 117, C26-C42.
- Damasio, A. R., 1994, *Descartes' Error: Emotion, Reason, and the Human Brain* (Putnam, New York).
- Loewenstein, G. F., C. K. Hsee, E. U. Weber, và N. Welch, 2001, "Risk as feelings", *Psychological Bulletin* 127, 267-286.
- Lo, A. W., và D. V. Repin,

- 2002, "The psychophysiology of real-time financial risk processing, *Journal of Cognitive Neuroscience* 14(3), 323-339.
13. Lo, A. W., D. V. Repin, và B. N. Steenbarger, 2005, "Fear and greed in financial markets: A clinical study of day traders", Working paper.
14. Knutson, B., C. Adams, G. Fong, và D. Hommer, 2001, "Anticipation of increasing monetary reward selectively recruits nucleus accumbens", *Journal of Neuroscience* 21, 1-5.
15. Rustichini, A., J. Dickhaut, P. Ghirardato, K. Smith, và J. V. Pardo, 2005, "A brain imaging study of the choice procedure", *Games and Economic Behavior* 52(2), 257-282.
16. Hsu, M., M. Bhatt, R. Adolphs, D. Tranel, và C. Camerer, 2005, "Neuro systems responding to degrees of uncertainty in human decision-making", *Science* 310, 1680-1683.
17. Xem Bechara, A., và A. R. Damasio, 2005, "The somatic marker hypothesis: A neural theory of economic decision", *Games and Economic Behavior* 52(2), 336-372; và Spencer, J., 21/07, 2005, "Lessons from the brain-damaged investor; Unusual study explores links between emotion and results; 'Neuroeconomics' on Wall Street", *Wall Street Journal*, p. D1.
18. Sapra, S. G., và P. J. Zak, 2008, "Neurofinance: Bridging psychology, neurology and investor behavior", Working paper.
19. Shiv, B., G. Loewenstein, A. Bechara, A. Damasio, và H. Damasio, 2005, "Investment behavior and the dark side of emotion", *Psychological Science* 16, 435-439.
20. Preuschoff, K., P. Bossaerts, và S. R. Quartz, 2006, "Neural differentiation of expected reward and risk in human subcortical structures", *Neuron* 51, 381-390.
21. Hunt, E., 2006, "Expertise, talent, and social encouragement", trong K. A. Ericsson, N. Charness, P. J. Feltovich, và R. R. Hoffman, eds., *The Cambridge Handbook of Expertise and Expert Performance* (Cambridge University Press, New York), 31-38.
22. Cianciolo, A. T., C. Matthew, R. J. Strenberg, và R. K. Wagner, 2006, "Tacit knowledge, practical intelligence, and expertise", trong K. A. Ericsson, N. Charness, P. J. Feltovich, và R. R. Hoffman, eds., *The Cambridge Handbook of Expertise and Expert Performance* (Cambridge

- University Press, New York), 613-632.
23. Lo, A. W., D. V. Repin, và B. N. Steenbarger, 2005, "Fear and greed in financial markets: A clinical study of day traders", Working paper.
24. Sanfrey, A. G., J. K. Rilling, J. A. Aronson, L. E., Nystrom, và J. D. Cohen, 2003, "The neural basis of economic decision-making in the ultimatum game", *Science* 300, 1755-1758.

THUẬT NGỮ

1/n heuristic (tự nghiệm 1/n) xu hướng phân bổ tỷ trọng $1/n$ vào một tài khoản tiết kiệm hữu trí trong tổng số (n) quỹ (*Chương 17*)

abnormal returns (tỷ suất sinh lợi bất thường) xem **excess returns**

action tendency (xu hướng hành động) thói thục hành động theo một cách nào đó (*Chương 7*)

adaptive markets hypothesis (giả thuyết thị trường thích nghi) một giả thiết giải thích cho sự gia tăng và sụt giảm mang tính chu kỳ của các bất thường dựa trên các áp lực tiến hóa (*Chương 13*)

affect (xúc động) cách thức con người trải nghiệm một cảm xúc (*Chương 7*)

affective assessment (sự xúc động) trải nghiệm của con người trước một tác nhân kích thích (*Chương 7*)

agency problem (vấn đề đại diện) một vấn đề tồn tại trong mối quan hệ đại diện khi lợi ích của người chủ và người đại diện không đồng nhất (*Chương 2*)

agency relationship (mối quan hệ đại diện) mối quan hệ khi một người (người chủ) ký hợp đồng với một người khác (người đại diện) để họ hành động thay cho người chủ và đại diện cho những lợi ích của người chủ (*Chương 2*)

Allais paradox (nghịch lý Allais) mâu

thuẫn nổi tiếng với lý thuyết hữu dụng kỳ vọng (*Chương 1*)

ambiguity aversion (e ngại sự mơ hồ) xu hướng ưa thích rủi ro (có phân phối xác suất biết trước của các kết quả) hơn so với sự không chắc chắn (*Chương 5*)

amygdala (hạch não) một bộ phận của bộ não con người có chức năng đánh giá các thông tin của giác quan, và đóng vai trò quan trọng trong việc đánh giá các cảm xúc cơ bản như giận dữ và sợ hãi (*Chương 7*)

anchoring (neo) xu hướng bám vào niềm tin trước đó lâu hơn mức hợp lý (*Chương 5*)

anomalies (bất thường) các kết quả thực nghiệm thường như đi ngược lại với tính hiệu quả của thị trường (*Chương 4*)

anomaly attenuation (sự suy yếu của các bất thường) xu hướng các bất thường yếu đi sau khi đã được công chúng biết đến và có những hoạt động kinh doanh chênh lệch giá (*Chương 19*)

arbitrage (kinh doanh chênh lệch giá) hoạt động mua và bán (hoặc bán khống) đồng thời các chứng khoán nhằm đạt được tỷ suất sinh lợi phi rủi ro (*Chương 4*)

asset allocation (phân bổ tài sản) tiến trình phân chia đầu tư giữa các loại tài sản khác nhau như cổ phiếu và trái

phiếu để đạt được mức độ rủi ro phù hợp (*Chương 17*)

attribution theory (lý thuyết về sự quy kết) lý thuyết nghiên cứu cách thức con người đưa ra các quy kết nhân quả, nghĩa là, cách thức họ đưa ra các giải thích cho các nguyên nhân của các hành động và kết quả (*Chương 6*)

automatic enrollment (đăng ký tự động) một thiết kế kế hoạch tiết kiệm hưu trí của một công ty, trong đó người lao động sẽ được đăng ký tham gia kế hoạch trừ phi họ có chủ động làm khác đi (*Chương 17*)

autonomic nervous system (hệ thống thần kinh tự trị) hệ thống kiểm soát những hành động vô thức, như toát mồ hôi hay run (*Chương 7*)

availability (lệch lạc sẵn có) xu hướng tìm kiếm thông tin dễ dàng có được và xử lý (*Chương 5*)

avoiders (người né tránh) những người né tránh việc lên kế hoạch tài chính cho tương lai của mình, và những người thiếu hụt khả năng này nhất được gọi là “những người né tránh chỉ biết đến hôm nay” (*Chương 18*)

base rate neglect (phớt lờ xác suất cơ sở) xu hướng lờ đi hoặc xem nhẹ thông tin về phân phối xác suất khi quá tập trung vào mẫu (*Chương 5*)

Bayes' rule (quy tắc Bayes) công thức tính lại xác suất khi có những thông tin mới (*Chương 5*)

behavioral investing (đầu tư theo hành vi) nỗ lực gia tăng thành quả danh mục bằng cách ứng dụng các bài học từ tài chính hành vi (*Chương 19*)

beta thước đo rủi ro tính đến độ nhạy cảm của một tài sản so với thị trường, vì thế chỉ đo lường rủi ro hệ thống (*Chương 2*)

better-than-average effect (hiệu ứng tốt hơn mức trung bình) xu hướng một cá nhân đánh giá mình trên mức trung bình về kiến thức hoặc kỹ năng (*Chương 6*)

bounded rationality (sự hợp lý có chừng mực) quan điểm cho rằng con người hài lòng hoặc làm điều tốt nhất có thể trong các tình huống (*Chương 5*)

break even effect (hiệu ứng hòa vốn) gia tăng việc chấp nhận rủi ro sau khi thua lỗ trước đó nhằm tìm kiếm hòa vốn (*Chương 3*)

bubble (bong bóng giá) một mẫu hình giá quan sát thấy trong đó mức giá cao dường như được tạo ra bởi sự hào hứng của các nhà giao dịch thay vì các yếu tố kinh tế cơ bản (*Chương 14*)

bubble market design (thiết kế thị trường bong bóng) một thiết kế thử nghiệm, trong đó thông thường các chủ thể sẽ giao dịch một tài sản qua một số lượng thời kỳ nhất định, chi trả cổ tức của tài sản này có một phân phối xác suất đã biết và được phổ biến cho tất cả những người tham gia (*Chương 14*)

buy-side analysts (nhà phân tích cho bên mua) các chuyên gia phân tích tài chính được các công ty quản lý đầu tư lớn thuê, và các báo cáo của họ thường được sử dụng cho mục đích nội bộ (*Chương 12*)

capital asset pricing model (CAPM) mô hình định giá tài sản dựa trên tương quan tuyến tính giữa tỷ suất sinh lợi và beta (*Chương 2*)

capital market line (CML) đường biểu diễn tất cả các kết hợp giữa tài sản phi rủi ro và danh mục thị trường (*Chương 2*)

catering (chiến lược đáp ứng) chiến lược quản lý được thiết kế nhằm đẩy giá (không phải giá trị) cổ phần tăng lên trong ngắn hạn (*Chương 15*)

certainty effect (hiệu ứng chắc chắn) việc định tỷ trọng quá cao cho các kết quả chắc chắn so với các kết quả có khả năng xảy ra (*Chương 3*)

certainty equivalent (sự tương đương chắc chắn) mức tài sản khiến người ta quyết định không thấy có sự khác biệt giữa một triển vọng nào đó và mức tài sản này (*Chương 1*)

coefficient of relative risk aversion (hệ số e ngại rủi ro tương đối) thước đo sự không ưa thích rủi ro (*Chương 14*)

cognitive antecedent (tiền lệ về nhận thức) niềm tin tạo ra một phản ứng cảm xúc (*Chương 7*)

cognitive dissonance (xung đột nhận thức) cảm giác thôi thúc con người giảm thiểu hoặc né tránh các mâu thuẫn trong tâm lý (*Chương 5*)

complete preferences (sở thích có tính hoàn hảo) sở thích trong đó con người có thể đánh giá tất cả các cặp lựa chọn và xác định được việc ưa thích lựa chọn nào hơn hoặc không có sự phân biệt giữa các lựa chọn (*Chương 1*)

confirmation bias (lệch lạc tự xác nhận) xu hướng tìm kiếm các bằng chứng nhất quán với các niềm tin trước đó và lờ đi các dữ liệu phản bác lại (*Chương 6*)

conformity (hành vi làm theo đám đông) xu hướng nhượng bộ áp lực xã hội thực hay vô hình (*Chương 11*)

conjunction fallacy (ảo tưởng liên kết) sai lầm về xác suất xảy ra khi một người tin rằng xác suất kết hợp cao hơn các xác suất riêng lẻ (*Chương 5*)

corporation (công ty cổ phần) một pháp nhân độc lập với những người sáng lập hoặc chủ sở hữu, có đời sống vĩnh viễn và trách nhiệm hữu hạn (*Chương 12*)

correlation (hệ số tương quan) thước đo thống kê cho thấy mức độ dịch chuyển của hai biến có tương quan như thế nào, giới hạn từ -1 tới +1, bằng 0 nghĩa là không có mối tương quan (*Chương 2*)

covariance (hiệp phương sai) thước đo thống kê cho thấy mức độ dịch chuyển của hai biến có tương quan như thế nào, với giá trị dương (âm) nghĩa là hai biến dịch chuyển cùng (ngược) chiều (*Chương 2*)

cumulative prospect theory (lý thuyết triển vọng tích hợp) mở rộng của lý thuyết triển vọng trong đó trình bày và ước lượng các thông số toán học cụ thể cho cả hàm giá trị và hàm tỷ trọng (*Chương 3*)

customization (sự điều chỉnh thích ứng) chiến lược điều chỉnh các tài liệu giáo dục nhằm thích ứng với người đọc (*Chương 18*)

data snooping (đào bới dữ liệu) việc phân tích triệt để một bộ dữ liệu nhằm cố gắng phát hiện ra những bất thường bê ngoài (*Chương 4*)

debiasing (giảm thiểu lệch lạc) nỗ lực giảm thiểu các lệch lạc hành vi (*Chương 18*)

debiased confidence interval (khoảng tin cậy đã giảm thiểu lệch lạc) khoảng tin cậy đã được điều chỉnh sự lạc quan quá mức và ước lượng sai (*Chương 18*)

decision weights (tỷ trọng quyết định) trong lý thuyết triển vọng, các tỷ trọng là hàm số của các xác suất và chúng thay thế cho xác suất khi tính toán giá trị của các triển vọng (*Chương 3*)

defferal rate (tỷ lệ giữ lại) phần trăm lương giữ lại cho nghỉ hưu (*Chương 17*)

defined benefit (DB) pension hình thức lương hưu trong đó nhà tuyển dụng thông thường cam kết, theo một công thức, sẽ chi trả lương hưu định kỳ (*Chương 17*)

defined contribution (DC) pension kế hoạch tiết kiệm hưu trí trong đó thông thường nhà tuyển dụng và người lao động sẽ cùng đóng góp vào tài khoản hưu trí, tài khoản tích lũy này sẽ phụ thuộc vào tỷ suất sinh lợi đầu tư, và không có bất kỳ đảm bảo nào về khoản chi trả khi nghỉ hưu (*Chương 17*)

dictator game (trò chơi độc tài) một thử nghiệm trong đó người chơi đầu tiên (người đề nghị) quyết định sẽ phân chia số tiền nhận được như thế nào và người chơi thứ hai (người đáp trả) đóng vai trò bị động (*Chương 11*)

disappearing dividends period (thời kỳ cổ tức biến mất) thời kỳ bắt đầu từ cuối những năm 1970, trong đó tỷ lệ các công ty chi trả cổ tức dần dần giảm xuống (*Chương 15*)

disposition effect (hiệu ứng ngược vị thế) xu hướng bán cổ phiếu lời và nắm giữ cổ phiếu thua lỗ (*Chương 3*)

diversifiable risk (rủi ro có thể đa dạng hóa) một thành phần trong rủi ro tổng thể, là rủi ro cụ thể của các tài sản và có thể loại bỏ bằng cách đa dạng hóa (*Chương 2*)

diversification (đa dạng hóa) việc kết hợp các tài sản trong một danh mục nhằm mục đích giảm thiểu rủi ro có thể đa dạng hóa (*Chương 2*)

diversification heuristic (tự nghiệm đa dạng hóa) xu hướng lựa chọn “mỗi thứ một ít” (*Chương 5*)

dividend premium (phân bù cổ tức) thước đo giá trị của các cổ phiếu chi trả cổ tức so với các công ty không chi trả cổ tức trong điều kiện tất cả các yếu tố khác đều giống nhau (*Chương 15*)

ease of processing (dễ dàng xử lý thông tin) hiểu biết nhanh chóng về thông tin (*Chương 5*)

efficient frontier (đường biên hiệu quả) tập hợp các danh mục tối đa hóa tỷ suất sinh lợi tương ứng với một mức độ rủi ro cho trước (*Chương 2*)

efficient market hypothesis (EMH) xem **efficient market**

efficient set xem **efficient frontier**

emotion (cảm xúc) tình trạng trí óc

và tâm lý được xác định bằng các đặc điểm có thể quan sát được (*Chương 7*)

emotional intelligence (EI) khả năng nhận dạng và kiểm soát các phản ứng cảm xúc, cả của bản thân mình và của người khác (*Chương 7*)

emotional quotient (EQ) thước đo trí thông minh cảm xúc, tương đương với thước đo trí thông minh sử dụng bài kiểm tra IQ (*Chương 7*)

endorsement effects (hiệu ứng tán thành) các tác động khiến người lao động tin rằng công ty đang đưa ra những khuyến nghị hàm ý khi thiết lập các chương trình mặc định (*Chương 17*)

endowment effect (hiệu ứng coi trọng hàng hóa sở hữu) quan sát cho thấy giá trị của một hàng hóa thường như giá tăng một khi con người đã sở hữu nó (*Chương 3*)

equity premium (phần bù vốn cổ phần) xem **market risk premium**

equity premium puzzle (câu đố phần bù vốn cổ phần) quan sát cho thấy mức độ phần bù vốn cổ phần, theo lý thuyết hữu dụng kỳ vọng, hàm ý một mức độ e ngại rủi ro cao một cách không hợp lý (*Chương 14*)

event study (nghiên cứu sự kiện) nghiên cứu một số lượng lớn các sự kiện tương tự nhau trong một mẫu dữ liệu về khía cạnh thời gian của sự kiện, tính toán tỷ suất sinh lợi vượt trội tích lũy để đánh giá phản ánh thông thường của thị trường đối với một sự kiện nào đó (*Chương 4*)

excess returns (tỷ suất sinh lợi vượt trội) tỷ suất sinh lợi sau khi đã điều

chỉnh tất cả các chi phí, là tỷ suất sinh lợi vượt trội so với mức tỷ suất sinh lợi tương xứng với rủi ro (*Chương 2*)

excessive optimism (lạc quan quá mức) xu hướng lạc quan về các triển vọng của một người nào đó nhiều hơn mức khách quan (*Chương 6*)

excessive volatility (sự biến động quá mức) xu hướng những thay đổi trong giá tài sản bị chi phối chủ yếu với các yếu tố không liên quan đến việc định giá (*Chương 14*)

expected utility theory (thuyết hữu dụng kỳ vọng) một lý thuyết chuẩn tắc cho rằng con người nên hành động theo một cách cụ thể khi ra quyết định trong điều kiện không chắc chắn (*Chương 1*)

expected value (giá trị kỳ vọng) giá trị trung bình của phân phối, khi số quan sát của mẫu lớn, giá trị trung bình của mẫu hội tụ về giá trị kỳ vọng (*Chương 2*)

expertise (chuyên môn) kỹ năng của một chuyên gia thường được xác định dựa trên thành quả tương đối (*Chương 20*)

exponential discount function (hàm chiết khấu lũy thừa) hàm số thường được sử dụng trong kinh tế học cổ điển khi so sánh giá trị của một đôla tại các thời điểm khác nhau, trong đó tỷ lệ thay thế theo thời gian giữa hai thời điểm có khoảng cách thời gian như nhau thì không đổi (*Chương 17*)

Fama-French three-factor model (mô hình ba nhân tố) mô hình tính toán tỷ suất sinh lợi chứng khoán với

các nhân tố rủi ro là thị trường, quy mô công ty và tỷ lệ giá trị số sách trên giá trị thị trường (*Chương 13*)

familiarity (lệch lạc quen thuộc) sự thoái mái với những gì đã biết (*Chương 5*)

fast and frugal heuristic (tự nghiệm nhanh chóng và ít tốn kém) quan điểm cho rằng tự nghiệm hầu như luôn đưa đến các quyết định hợp lý trong khi tiết kiệm thời gian, yêu cầu về thông tin, và các tính toán trong môi trường thế giới thực (*Chương 5*)

feedback (phản hồi) nỗ lực đưa ra các hướng dẫn trong việc ra quyết định nhằm giảm thiểu lệch lạc của một cá nhân (*Chương 18*)

forebrain (não trước) phần não phía ngoài, là nơi tập trung nhận thức (*Chương 7*)

fourfold pattern of risk attitudes (mẫu hình bốn mặt của thái độ đối với rủi ro) sự e ngại rủi ro khi lời và tìm kiếm rủi ro khi lỗ khi xác suất các kết quả cao, kết hợp với tim kiếm rủi ro khi lời và e ngại rủi ro khi lỗ khi xác suất các kết quả thấp (*Chương 3*)

frame (khung quyết định) quan điểm của người ra quyết định về một vấn đề nào đó và các kết quả có thể có (*Chương 1*)

free rider problem (vấn đề hưởng không) vấn đề xuất phát từ sự né tránh, trong đó người hưởng không sẽ không tốn chi phí nào bằng cách dựa dẫm vào những người khác khi có trách nhiệm (trường hợp kiểm soát) (*Chương 12*)

frontal lobe (thùy trán) thùy lớn nhất

trong bộ não con người, điều khiển các hoạt động vận động, trí nhớ, đánh giá, ra quyết định, và khả năng lập kế hoạch cho tương lai (*Chương 7*)

functional magnetic resonance imaging (fMRI) thiết bị lập nên bản đồ hoạt động của não bộ sử dụng máu và dòng chảy của ôxi (*Chương 7*)

fundamental risk (rủi ro cơ bản) rủi ro xuất hiện do khả năng định giá lại một cách hợp lý khi có thông tin mới xuất hiện (*Chương 4*)

gambler's fallacy (ảo tưởng con bạc) niềm tin sai lầm rằng các quan sát tiếp theo sẽ khiến mẫu tương tự với phân phối xác suất cơ bản (*Chương 5*)

glamour stocks xem **growth stocks**

greater fool theory (lý thuyết về kẻ ngốc hơn) một lý thuyết cho rằng con người mua một tài sản mà họ biết rằng nó đang bị định giá cao là bởi vì họ nghĩ rằng sẽ có một kẻ ngốc hơn sẵn sàng trả giá cao hơn cho tài sản đó (*Chương 14*)

groupthink (tư duy tập thể) một dạng tuân theo số đông khi các thành viên trong nhóm bắt đầu suy nghĩ giống nhau, nhấn mạnh lòng trung thành và không khuyến khích các ý kiến bất đồng (*Chương 11*)

growth stocks (cổ phiếu tăng trưởng) các cổ phiếu có giá thấp tương đối so với thu nhập, dòng tiền và giá trị sổ sách (*Chương 4*)

halo effect (hiệu ứng danh tiếng) xu hướng dựa trên đánh giá ấn tượng ban đầu hoặc các đặc điểm nổi bật (*Chương 5*)

hard-easy effect (hiệu ứng khó-dễ) xu hướng quá tự tin ở mức độ thấp hơn đối với những câu hỏi dễ, thậm chí là thiếu tự tin (*Chương 6*)

herding (hành vi bầy đàn) xu hướng xem xét hành vi của những người khác khi ra quyết định, và nếu trên phạm vi rộng, điều này có thể dẫn tới rất nhiều quyết định tài chính có tương quan với nhau (*Chương 8*)

heuristics (tự nghiệm) các quy tắc quyết định sử dụng một tập con các thông tin và đôi khi dẫn đến lệch lạc (*Chương 5*)

hindsight bias (lệch lạc nhận thức muộn) xu hướng tin rằng những gì đã xảy ra thì dễ dự đoán hơn so với thực tế tại thời điểm đó (*Chương 6*)

home bias (lệch lạc nội địa) xu hướng đầu tư vào các chứng khoán ở địa phương (*Chương 8*)

home-made dividends (tự tạo cổ tức) chiến lược bán các cổ phần khi cổ tức được nhận quá thấp, hoặc mua các cổ phần mới khi cổ tức được nhận quá cao, từ đó tạo ra cổ tức cho chính mình (*Chương 15*)

hot hand phenomenon (hiện tượng ghi điểm liên tục) thường được kết hợp với sự phớt lờ xác suất cơ sở, là niềm tin rằng các sự kiện gần đây thì khả năng xuất hiện trong tương lai sẽ cao hơn so với dữ liệu trong quá khứ (*Chương 5*)

house money effect (hiệu ứng thu nhập ngoài kỳ vọng) sự sẵn lòng chấp nhận rủi ro cao hơn với số tiền vừa thắng được trước đó (*Chương 3*)

hyperbolic discount function (hàm

chiết khấu hyperbolic) một hàm số so sánh giá trị của một đôla tại các thời điểm khác nhau, trong đó sự ưa thích đối với một đôla ở hiện tại so với một đôla nhận được trong kỳ tới sẽ lớn hơn sự ưa thích một đôla trong tương lai so với một đôla nhận được một kỳ sau thời điểm tương lai đó (*Chương 17*)

illusion of control (ảo tưởng kiểm soát) xu hướng nghĩ rằng có thể kiểm soát các sự kiện nhiều hơn thực tế khách quan (*Chương 6*)

implicit learning (kiến thức ngầm) thông tin có được mà không có khả năng diễn đạt bằng lời (*Chương 20*)

implied volatility index (VIX) (chỉ số độ biến động hàm ý) thước đo của Chicago Board Options Exchange về nỗi sợ hãi của nhà đầu tư dựa trên kỳ vọng của họ về độ biến động của thị trường chứng khoán trong tương lai bằng cách sử dụng giá quyền chọn hiện tại (*Chương 14*)

income replacement ratio (tỷ lệ thay thế thu nhập) thu nhập khi về hưu, bằng tỷ lệ phần trăm của thu nhập khi đi làm (*Chương 17*)

independent analysts (chuyên gia phân tích độc lập) các chuyên gia phân tích tài chính cung cấp các nghiên cứu độc lập và không có liên quan đến một công ty đầu tư lớn nào (*Chương 12*)

informational advantages (lợi thế thông tin) các lợi ích khác nhau có được từ việc hiểu biết nhiều hơn về các công ty địa phương và vì vậy có một quan điểm chính xác hơn về giá trị (*Chương 8*)

information overload (quá tải thông tin) tình trạng bối rối và né tránh việc ra quyết định do gặp khó khăn khi phải xử lý một lượng lớn thông tin (*Chương 5*)

insiders (người nội bộ) các thành viên hội đồng quản trị là quản lý hoặc giám đốc của công ty (*Chương 12*)

integration (tích hợp) trong lý thuyết triển vọng và tính toán bất hợp lý, đây là hành động rời xa khỏi điểm tham chiếu do những kết quả trong quá khứ và khi phải đối mặt với những lựa chọn mới (*Chương 3*)

intentional objects (đối tượng chủ ý) đối tượng của cảm xúc, như là con người hoặc tinh huống (*Chương 7*)

joint-hypothesis problem (vấn đề giả thuyết không thể kiểm chứng) thực tế là tất cả các kiểm định tính hiệu quả của thị trường đều là kiểm định kết hợp tính hiệu quả và một mô hình điều chỉnh rủi ro nào đó (*Chương 2*)

life-cycle funds (quỹ vòng đời) một quỹ đơn lẻ không chỉ có mức rủi ro ban đầu phù hợp, mà còn điều chỉnh một cách năng động mức rủi ro của nó để phù hợp với sự thay đổi trong mức độ chấp nhận rủi ro của một cá nhân thông thường (*Chương 17*)

lifestyle fund (quỹ đặc thù) một quỹ đơn lẻ có mức độ rủi ro ban đầu phù hợp với một cá nhân thông thường (*Chương 17*)

limbic system (hệ viễn) phần nằm sâu bên trong bộ não, là nơi tập trung chủ yếu của các phản ứng cảm xúc (*Chương 7*)

limited self-control (giới hạn trong khả năng tự kiểm soát) xu hướng tâm lý né tránh làm những điều hợp lý, đặc biệt là trong hành vi tiết kiệm (*Chương 17*)

limits to arbitrage (giới hạn trong kinh doanh chênh lệch giá) khả năng việc định giá sai sẽ không hoàn toàn bị loại trừ, chủ yếu là do sự hiện diện của rủi ro nhà giao dịch nhiều và các vấn đề liên quan đến công việc (*Chương 4*)

loss aversion (e ngại thua lỗ) trong lý thuyết triển vọng, đây là xu hướng xem một khoản lời đóng góp mức hữu dụng thấp hơn so với mức hữu dụng bị mất đi do một khoản lỗ có cùng giá trị tuyệt đối (*Chương 3*)

lottery asset (tài sản may rủi) một tài sản hiếm khi đem lại lợi nhuận, nhưng một khi có thì lợi nhuận là rất lớn (*Chương 14*)

market efficiency (tính hiệu quả của thị trường) xem **efficient market**

market risk premium (phần bù rủi ro thị trường) chênh lệch tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của thị trường và lãi suất phi rủi ro hay tỷ suất sinh lợi của một danh mục có thu nhập cố định (*Chương 2*)

mean return (tỷ suất sinh lợi trung bình) trung bình mẫu (*Chương 2*)

memory (trí nhớ) việc khôi phục các thông tin đã lưu trữ trong não bộ (*Chương 5*)

mental accounting (tính toán bất hợp lý) một tập hợp các hoạt động nhận thức dưới mức tối ưu mà con người sử dụng để quản lý và đánh giá các hoạt động tài chính (*Chương 3*)

miscalibration (uớc lượng sai) xu hướng đánh giá quá cao độ chính xác trong kiến thức (*Chương 6*)

modern portfolio theory (lý thuyết danh mục hiện đại) một mô hình thực tiễn giả định rằng các nhà đầu tư ngại rủi ro và sở thích được xác định dựa trên trung bình và phương sai của tỷ suất sinh lợi (*Chương 2*)

momentum (quán tính giá) mối tương quan dương giữa các tỷ suất sinh lợi (*Chương 4*)

momenum-chasing (theo đuổi quán tính giá) xem **trend-following**

money attitude (thái độ đối với tiền bạc) một khuynh hướng của con người, dựa trên những thuộc tính có thể đo lường được có liên quan đến các vấn đề tài chính (*Chương 18*)

mood (tâm trạng) một cảm giác chung chung không tập trung vào một điều gì cụ thể (*Chương 7*)

multivariate approaches (phương pháp đa biến) nỗ lực gia tăng tỷ suất sinh lợi dựa trên nhiều nhân tố (*Chương 19*)

myopic loss aversion (e ngại thua lỗ trước mắt) xu hướng e ngại thua lỗ khi thường xuyên đánh giá vị thế tài sản của mình (*Chương 14*)

neoclassical economics (kinh tế học tân cổ điển) một trường phái cho rằng các cá nhân và các công ty là những chủ thể tư lợi, tức nỗ lực để tối ưu hóa một cách tốt nhất khả năng của họ khi có những ràng buộc về nguồn lực (*Chương 1*)

neuroeconomics (kinh tế học thần kinh) một lĩnh vực mới và đang phát triển nhanh chóng, sử dụng công nghệ thần kinh để nghiên cứu cách thức hoạt động của não khi con người đưa ra các quyết định kinh tế (*Chương 20*)

neurofinance (tài chính thần kinh học) một lĩnh vực mới và đang phát triển nhanh chóng, sử dụng công nghệ thần kinh để nghiên cứu cách thức hoạt động của não khi con người đưa ra các quyết định tài chính (*Chương 20*)

neuroscience (khoa học thần kinh) khoa học nghiên cứu não bộ và hệ thống thần kinh (*Chương 7*)

noise (tín hiệu nhiễu) tin tức sai, tức là các tin tức không liên quan đến việc định giá chứng khoán, điều này thường dẫn đến các giao dịch nhiễu (*Chương 4*)

noise-trader risk (rủi ro nhà giao dịch nhiễu) rủi ro việc định giá sai gây ra bởi những nhà giao dịch nhiễu có thể trở nên trầm trọng hơn trong ngắn hạn (*Chương 4*)

nondiversifiable risk (rủi ro không thể đa dạng hóa) một thành phần trong rủi ro tổng thể, rủi ro này là phổ biến đối với tất cả các tài sản rủi ro trong hệ thống và không thể giảm thiểu bằng cách đa dạng hóa (*Chương 2*)

nonsystematic risk (rủi ro phi hệ thống) xem **diversifiable risk**

normative theory (lý thuyết chuẩn tắc) lý thuyết mô tả cách thức con người nên hành động (*Chương 3*)

objective risk (rủi ro khách quan) rủi ro thể hiện trong các quyết định đầu

tư thực sự, được phản ánh bằng tỷ lệ tài sản rủi ro trong toàn bộ danh mục (*Chương 18*)

optimal compensation contract (hợp đồng thù lao tối ưu) một hợp đồng thù lao được thiết kế để thống nhất lợi ích của cổ đông và nhà quản lý (*Chương 2*)

other-regarding preferences (ưa tiên đối với người khác) những lựa chọn thiếu nhất quán với tính tư lợi thuần túy, như là sự công bằng và có đi có lại (*Chương 11*)

outsiders (thành viên bên ngoài) thành viên hội đồng quản trị không phải là nhân viên của công ty (*Chương 12*)

overconfidence (sự quá tự tin) xu hướng một cá nhân đánh giá quá cao kiến thức, khả năng, và độ chính xác của thông tin, hoặc quá lạc quan về tương lai và khả năng kiểm soát nó (*Chương 6*)

path dependence (sự phụ thuộc chiểu hướng) tình trạng lựa chọn của một cá nhân phụ thuộc vào quá khứ thay vì tình hình hiện tại (*Chương 3*)

perception (nhận thức) sự tiếp thu của bộ não đối với những thông tin hiện tại (*Chương 5*)

personality types (các dạng tính cách) việc phân loại các cá nhân dựa trên những thuộc tính cá nhân có thể đo lường được như hướng nội hay hướng ngoại (*Chương 18*)

physiological arousal (sự kích thích sinh học) những thay đổi của hệ thống hóc-môn và thần kinh liên quan đến cảm xúc (*Chương 7*)

physiological expressions (những biểu hiện sinh học) những biểu hiện cơ thể có thể quan sát được có liên quan đến cảm xúc (*Chương 7*)

planner-avoider continuum (chuỗi liên tục người lập kế hoạch- người né tránh) một thang đo với một đầu là một người lập kế hoạch thành công và đầu còn lại là người né tránh chỉ biết đến hôm nay (*Chương 18*)

planners (người lập kế hoạch) những người lập kế hoạch tài chính cho tương lai của họ, và những người làm tốt nhất được gọi là “những người lập kế hoạch thành công” (*Chương 18*)

planning fallacy (ảo tưởng lập kế hoạch) xu hướng cho rằng có thể hoàn thành kế hoạch sớm hơn thực tế (*Chương 6*)

positive theory (lý thuyết thực chứng) lý thuyết mô tả cách con người thực sự hành động (*Chương 3*)

positron emission tomography (PET) scan (máy quét phát xạ cắt lớp positron) một thiết bị lập bản đồ hoạt động của não bộ sử dụng các chất phóng xạ không gây hại (*Chương 7*)

practical knowledge (kiến thức thực tiễn) kiến thức ngầm được lưu trữ, thường đưa đến những chiến lược tốt (*Chương 20*)

present value model of stock prices (mô hình hiện giá chứng khoán) một mô hình giả định rằng giá chứng khoán dựa trên các kỳ vọng hợp lý về giá trị nội tại của nó (*Chương 2*)

pride (kiêu hãnh) một cảm xúc tích cực có được từ cảm giác rằng mình đã

có một lựa chọn tốt (*Chương 10*)

primacy effect (hiệu ứng ban đầu) xu hướng dựa vào những thông tin đến trước khi đưa ra đánh giá (*Chương 5*)

primary emotions (những cảm xúc cơ bản) những cảm xúc đã định sẵn trong bộ não, bao gồm giận dữ, khinh thường, chán ghét, sợ hãi, hạnh phúc, buồn bã, và ngạc nhiên (*Chương 7*)

procrastination (tính trì hoãn) xu hướng tâm lý trì hoãn làm những điều hợp lý, đặc biệt trong hành vi tiết kiệm (*Chương 17*)

prospect (triển vọng) một chuỗi các kết quả, mỗi kết quả ứng với một xác suất (*Chương 1*)

prospect theory (lý thuyết triển vọng) một lý thuyết thực chứng về cách thức con người lựa chọn trong điều kiện có rủi ro, với các đặc điểm chính là mẫu hình bốn mặt của thái độ đối với rủi ro và các cá nhân xem xét các thay đổi trong giá trị tài sản so với một điểm tham chiếu (*Chương 3*)

psychographic profiling (định dạng phong cách xu hướng lối sống) tiến trình phân chia các cá nhân thành các nhóm dựa trên tính cách, thái độ, giá trị và niềm tin (*Chương 18*)

random walk (bước đi ngẫu nhiên) lý thuyết cho rằng những thay đổi tiếp theo trong giá là không thể dự đoán được, và dự báo tốt nhất của giá tiếp theo chính là giá hiện tại (*Chương 2*)

rate of time preference (lãi suất ưu tiên thời gian) “lãi suất” chuyển đổi theo chủ quan một giá trị trong tương lai về thời điểm hiện tại (*Chương 17*)

rational preferences (sự ưa thích hợp lý) các sở thích nhất quán với những điều kiện hợp lý như tính hoàn hảo và tính bắc cầu (*Chương 1*)

recency bias (lệch lạc tức thời) xu hướng dễ dàng nhớ lại các sự kiện gần nhất và nghĩ rằng những sự kiện như vậy có khả năng xảy ra nhiều hơn so với thực tế (*Chương 5*)

recency effect (hiệu ứng tức thời) xu hướng dựa vào các thông tin gần nhất khi đưa ra đánh giá (*Chương 5*)

reference group neglect (thờ ơ với nhóm tham chiếu) xu hướng con người không nhận thức được rằng những người khác trong cùng nhóm với họ, cùng đối mặt với những động cơ tương tự như họ, thì có thể so sánh được về mặt kỹ năng (*Chương 16*)

reference point (điểm tham chiếu) trong lý thuyết triển vọng, đây là điểm gốc khi xem xét những thay đổi trong giá trị tài sản (thường là tình trạng hiện tại) (*Chương 3*)

regret (hối tiếc) cảm xúc tiêu cực do cảm giác rằng mình đã có lựa chọn sai (*Chương 10*)

Regulation Fair Disclosure (Reg FD) một đạo luật của SEC có hiệu lực vào năm 2000 trong một nỗ lực nhằm ngăn cản việc công bố thông tin có chọn lọc của các công ty đại chúng cho các nhà đầu tư lớn (*Chương 12*)

representativeness heuristic (tự nghiệm tình huống điển hình) xu hướng ước tính xác suất của kết quả A dựa trên mức độ tương đồng của A so với B (*Chương 5*)

reversal (sự đảo ngược) mối tương quan âm giữa các tỷ suất sinh lợi (*Chương 4*)

risk (rủi ro) tình trạng xảy ra khi tất cả các kết quả có thể có và xác suất tương ứng của các kết quả này đều đã biết (*Chương 1*)

risk attitude (thái độ đối với rủi ro) sự thoả mái mang tính cá nhân khi chấp nhận rủi ro trong điều kiện các yếu tố khác nhau (*Chương 18*)

risk averse (e ngại rủi ro) mô tả một cá nhân ưa thích giá trị kỳ vọng của triển vọng hơn so với chính triển vọng đó (*Chương 1*)

risk capacity (khả năng chấp nhận rủi ro) mức độ rủi ro phù hợp với độ tuổi, kế hoạch nghỉ hưu, thu nhập, nhu cầu thanh khoản, và nhiều yếu tố khác của một cá nhân có thái độ đối với rủi ro ở mức trung bình (*Chương 18*)

risk neutral (trung lập với rủi ro) mô tả một cá nhân không phân biệt giữa giá trị kỳ vọng của triển vọng và chính triển vọng đó (*Chương 1*)

risk seeker (người tìm kiếm rủi ro) mô tả một cá nhân ưa thích triển vọng hơn giá trị kỳ vọng của triển vọng đó (*Chương 1*)

risk tolerance (mức độ chấp nhận rủi ro) mức độ rủi ro phù hợp với một cá nhân dựa trên khả năng chấp nhận rủi ro và thái độ đối với rủi ro (*Chương 18*)

salience bias (lệch lạc nổi trội) xu hướng dễ dàng nhớ lại các thông tin nổi bật khi đưa ra đánh giá, và cho rằng các sự kiện nổi bật sẽ có nhiều khả năng xảy ra hơn so với thực tế (*Chương 5*)

sample standard deviation (độ lệch chuẩn mẫu) căn bậc hai của phương sai mẫu (*Chương 2*)

sample variance (phương sai mẫu) ước lượng sử dụng một mẫu dữ liệu để tính toán phương sai (*Chương 2*)

Sarbanes-Oxley Act (SOX) đạo luật được ban hành vào năm 2002 nhằm vào các vụ bê bối công ty, trong đó yêu cầu có sự tách biệt giữa các nhà phân tích chứng khoán và hoạt động ngân hàng đầu tư của cùng một công ty (*Chương 12*)

scheduled deferral increase programs (SDIPs) (chương trình gia tăng tỷ lệ giữ lại theo kế hoạch) các chương trình có sự gia tăng tỷ lệ giữ lại trong tương lai được thiết kế nhằm thuyết phục mọi người tiết kiệm đầu tiên để nghỉ hưu (*Chương 17*)

Securities and Exchange Commission (SEC) (Ủy ban chứng khoán) một cơ quan được thành lập ở Mỹ theo đạo luật Securities and Exchange Act vào năm 1934 với nhiệm vụ “bảo vệ các nhà đầu tư, duy trì các sự công bằng, trật tự và tính hiệu quả của thị trường, và tạo điều kiện thuận lợi cho việc hình thành vốn” (*Chương 12*)

security analysts (chuyên gia phân tích chứng khoán) các trung gian thông tin cung cấp các phân tích cho các nhà đầu tư và các công ty (*Chương 12*)

segregation (tách biệt) trong lý thuyết triển vọng và tính toán bất hợp lý, đây là hành động quay trở lại điểm tham chiếu sau các kết quả trong quá khứ và khi đổi mới với những lựa chọn mới (*Chương 3*)

self-attribution bias (lệch lạc tự quy kết) xu hướng quy kết thành công cho khả năng của bản thân, trong khi lại đổ lỗi những thất bại cho tình huống ngoài tầm kiểm soát (*Chương 6*)

self-monitoring (tự kiểm soát) khuynh hướng chú tâm vào các tín hiệu giao tiếp xã hội và tự điều chỉnh hành vi cho phù hợp (*Chương 9*)

sell-side analysts (các nhà phân tích cho bên bán) các chuyên gia phân tích tài chính thường được thuê bởi các nhà môi giới, giao dịch và những ngân hàng đầu tư (*Chương 12*)

semi-strong form market efficiency (thị trường hiệu quả dạng vừa) dạng thị trường hiệu quả trong đó quy định rằng giá cả phản ánh tất cả các thông tin công bố (*Chương 2*)

sensation-seeking (tìm kiếm cảm giác) một đặc tính cá nhân có bốn dạng là tìm kiếm tìm kiếm cảm giác hồi hộp và mạo hiểm, tìm kiếm kinh nghiệm, tính bộc phát và nhạy cảm với sự nhảm chán (*Chương 9*)

sentiment (cảm tính) mức độ mà tại đó một số lượng lớn các nhà đầu tư đồng thời định giá sai một vài hay tất cả các chứng khoán (*Chương 4*)

small-firm effect (hiệu ứng công ty nhỏ) xu hướng các công ty có mức vốn hóa thị trường thấp sẽ kiểm được tỷ suất sinh lợi vượt trội sau khi điều chỉnh rủi ro thị trường (*Chương 4*)

smart-money traders (nhà giao dịch thông minh) những cá nhân giao dịch chỉ đơn thuần vì những nguyên nhân hợp lý (*Chương 4*)

snake-bit effect (hiệu ứng vết rắn cắn) gia tăng sự e ngại rủi ro sau thua lỗ ban đầu (*Chương 10*)

social learning (học hỏi mang tính xã hội) học hỏi dựa trên việc quan sát các quyết định của người khác (*Chương 12*)

social neuroscience (thần kinh học xã hội) khoa học nghiên cứu hoạt động của hệ thống dây thần kinh khi chúng ta tương tác với những người khác (*Chương 11*)

standard deviation (độ lệch chuẩn) căn bậc hai của phương sai (*Chương 2*)

status quo bias (lệch lạc nguyên trạng)
xem **endowment effect**

strong form market efficiency (thị trường hiệu quả dạng mạnh) dạng thị trường hiệu quả trong đó quy định rằng giá cả phản ánh tất cả các thông tin, bao gồm thông tin riêng và thông tin công bố (*Chương 2*)

style investing (đầu tư theo đặc thù)
xem **xét yếu tố đặc thù** khi thiết lập danh mục (*Chương 19*)

style peer group (nhóm tương đồng) nhóm các nhà đầu tư theo đuổi cùng một yếu tố đặc thù, ở đây đặc thù thường được xác định là quy mô công ty hay yếu tố tăng trưởng so với giá trị (*Chương 19*)

style rotation (chiến lược xoay theo đặc thù) hành động dịch chuyển từ một đặc thù này sang một đặc thù khác nhằm nỗ lực xác định sự chuyển dịch sở thích về đặc thù ở mức độ tổng thể (*Chương 19*)

subjective risk (rủi ro chủ quan) đánh giá rủi ro dựa trên thái độ và niềm tin của một cá nhân đối với rủi ro (*Chương 18*)

systematic risk (rủi ro hệ thống) xem **nondiversifiable risk**

tacit knowledge xem **implicit learning**

target date funds xem **life-cycle funds**

transitivity (tính bắc cầu) một đặc điểm của sở thích trong đó nếu a được ưa thích hơn b và b được ưa thích hơn c thì a phải được ưa thích hơn c (*Chương 1*)

trend-following (bám theo xu hướng) xu hướng mua các chứng khoán có thành quả tốt gần đây (*Chương 8*)

trust game (trò chơi tin tưởng) một thử nghiệm trong đó số tiền mà người chơi đầu (người đề nghị) gửi đến người chơi thứ hai (người đáp trả) được nhân lên, và người chơi thứ hai sẽ quyết định đưa lại cho người chơi đầu tiên bao nhiêu (*Chương 11*)

two-fund separation (sự phân cách hai nguồn) lý thuyết cho rằng những nhà đầu tư hợp lý sẽ tối đa hóa hữu dụng bằng cách kết hợp một tài sản phi rủi ro với một danh mục rủi ro đặc thù của cá nhân duy nhất (*Chương 2*)

Type 1 heuristic (tự nghiệm dạng 1) tự nghiệm phù hợp khi phải nhanh chóng đưa ra quyết định hay khi số tiền đặt cược nhỏ (*Chương 5*)

Type 2 heuristic (tự nghiệm dạng 2) tự nghiệm đòi hỏi nhiều nỗ lực hơn và phù hợp khi số tiền đặt cược cao (*Chương 5*)

ultimatum game (trò chơi tối hậu) một thử nghiệm trong đó người chơi đầu tiên (người đề xuất) quyết định sẽ chia số tiền có được như thế nào và người chơi thứ hai (người đáp trả) có thể từ chối hoặc chấp nhận đề nghị này (*Chương 11*)

uncertainty (sự không chắc chắn) tình trạng xuất hiện khi một vài kết quả có thể có và /hoặc xác suất tương ứng là không biết trước (*Chương 1*)

under-diversification (đa dạng hóa dưới mức) xu hướng nắm giữ các chứng khoán trong một danh mục nhưng số lượng không đủ để loại bỏ được hầu hết rủi ro có thể đa dạng hóa (*Chương 9*)

utility function (hàm hữu dụng) một hàm số ấn định các con số cho các kết quả có thể xảy ra để sự lựa chọn được ưa thích hơn sẽ nhận được con số cao hơn (*Chương 1*)

valence (hóa trị) một thuật ngữ trong tâm lý học dùng để đánh giá các cảm giác vui sướng và đau buồn như hạnh phúc và sự buồn bã (*Chương 7*)

value function (hàm giá trị) một hàm số trong lý thuyết triển vọng thay thế cho hàm hữu dụng trong lý thuyết hữu dụng kỳ vọng (*Chương 3*)

value investing (đầu tư giá trị) xu hướng đặt tỷ trọng quá cao vào các cổ phiếu giá trị (so với cổ phiếu tăng trưởng) trong danh mục (*Chương 4*)

value premium (phần bù giá trị) khoảng cách trung bình giữa tỷ suất sinh lợi của một danh mục cổ phiếu giá trị và một danh mục cổ phiếu tăng trưởng (*Chương 2*)

value stocks (cổ phiếu giá trị) những cổ phiếu có giá tương đối thấp so với các thước đo kế toán như thu nhập, dòng tiền và giá trị sổ sách (*Chương 4*)

variance (phương sai) một thước đo thống kê về sự phân tán của phân phối, bằng giá trị kỳ vọng của bình phương độ lệch so với giá trị trung bình (*Chương 2*)

weak form market efficiency (thị trường hiệu quả dạng yếu) dạng thị trường hiệu quả trong đó quy định rằng giá cả phản ánh tất cả các thông tin có trong dữ liệu lịch sử về giá và tỷ suất sinh lợi (*Chương 2*)

weighting function (hàm trọng số) tính toán trọng số ra quyết định dựa trên xác suất (*Chương 3*)

**HỘI LUẬT GIA VIỆT NAM
NHÀ XUẤT BẢN HỒNG ĐỨC**

65 Tràng Thi - Quận Hoàn Kiếm - Hà Nội
Email: nhaxuatbanhongduc65@gmail.com
Điện thoại: 024.39260024 * Fax: 024.39260031

TÀI CHÍNH HÀNH VI

TÂM LÝ HỌC, ĐÚA RA QUYẾT ĐỊNH, VÀ THỊ TRƯỜNG

**BEHAVIORAL FINANCE
Psychology, Decision-Making, and Markets**

Chịu trách nhiệm xuất bản

Giám đốc BÙI VIỆT BẮC

Chịu trách nhiệm nội dung

Tổng biên tập LÝ BÁ TOÀN

Biên tập: Phan Thị Ngọc Minh

Sửa bản in: Lê Đạt Chí

Trình bày: Nguyễn Thế Hoàng

ĐỐI TÁC LIÊN KẾT:

Công ty TNHH Cengage Learning Việt Nam

Địa chỉ: 54-56, Nguyễn Trãi, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (028) 3925 7877 - Email: asia.info@vietnam.cengage.com

In 2000 cuốn, khổ 16x24 cm tại Xí Nghiệp In Fahasa

Địa chỉ: 774 Trường Chinh, Phường 15, Quận Tân Bình, TP Hồ Chí Minh, Việt Nam

Số XNĐKXB 686 - 2018/CXBIPH/32 - 11/HĐ

Số QĐXB của NXB 316/QĐ-NXBHD cấp ngày 06/03/2018

In xong và nộp lưu chiểu năm 2018

Mã số sách tiêu chuẩn quốc tế (ISBN): 978-604-89-3005-9