

Hành vi của nhà quản lý và hoạt động đầu tư tại các doanh nghiệp Việt Nam

PGS.TS NGUYỄN NGỌC ĐỊNH

Bài viết xem xét ảnh hưởng của hành vi quá tự tin trong quản lý lên độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền trong các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán VN giai đoạn 2008-2012. Kết quả nghiên cứu cho thấy: (1) Hành vi quá tự tin trong quản lý làm tăng sự phụ thuộc đầu tư vào dòng tiền mặt nội bộ; (2) Hiệu ứng tương tác đã làm giảm độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền như một bằng chứng cho thấy lợi ích khi điều kiện tài chính được cải thiện hay khi thị trường tài chính phát triển làm tăng khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài của các doanh nghiệp (DN). Có một sự khác biệt theo quy mô công ty là rất rõ rệt. Các công ty lớn không cho thấy bằng chứng nào về các hiệu ứng quá tự tin/điều kiện tài chính/phát triển tài chính, trong khi các hiệu ứng đó ở các công ty nhỏ là mạnh.

Từ khóa: quá tự tin, đầu tư doanh nghiệp, điều kiện tài chính, phát triển tài chính, SGMM

1. Giới thiệu

Vấn đề tranh luận quan trọng vẫn tồn tại trong lý thuyết tài chính về đầu tư hiện hành là liệu các ràng buộc tài chính có ảnh hưởng lên quyết định đầu tư thực hay không (Almeida & Campello, 2007). Modigliani & Miller (1958) cho rằng quyết định tài trợ độc lập với quyết định đầu tư trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo. Trong thực tế, thị trường vốn không hoàn hảo. Fazzari cùng cộng sự (1988) đưa ra giả thiết chuẩn mực cho mối tương tác giữa tài trợ và đầu tư, rằng sự phụ thuộc của đầu tư vào (hay độ nhạy cảm của đầu tư theo) dòng tiền nội bộ sẽ tăng cùng với sự khác biệt giữa chi phí tài trợ nội bộ và chi phí tài trợ bên ngoài. Bằng chứng thực tiễn qua vài thập niên gần đây chỉ ra rằng, bên cạnh phụ thuộc vào khả năng sinh lợi (Tobin's Q), đầu tư còn phụ thuộc vào dòng tiền mặt của công ty (xem

Hubbard (1998) và Stein (2003)).

Giả thiết đầu tư nhạy cảm với dòng tiền có thể được lý giải dựa trên lý thuyết đại diện và lý thuyết bất cân xứng thông tin. Lý thuyết đại diện cho rằng các giám đốc có xu hướng đầu tư quá mức để đạt được những lợi ích cá nhân, mà những mục tiêu này ở một chừng mực nào đó sẽ bị giới hạn bởi các thị trường vốn bên ngoài. Do đó, các giám đốc sẽ đầu tư quá mức dựa trên nguồn tiền mặt thừa thãi của công ty. Lý thuyết bất cân xứng thông tin cho rằng bản thân các giám đốc công ty sẽ hạn chế nguồn tài trợ bên ngoài nhằm tránh việc phát hành các cổ phiếu bị đánh giá thấp. Dòng tiền mặt sẽ làm gia tăng đầu tư và do đó giảm thiểu sự đầu tư dưới mức.

Tuy nhiên, các lý thuyết trên không giải thích tốt trong thực tế. Gần đây, lý thuyết tài chính hành vi đề xuất hướng tiếp cận dựa vào

những thiên lệch trong quản lý để giải thích vấn đề đầu tư DN. Heaton (2002) và Malmendier & Tate (2005a) đề xuất phân tích đầu tư DN dựa trên tính tự tin trong quản lý. Theo đó, các giám đốc lạc quan thường đánh giá quá cao tỷ suất sinh lợi đầu tư hoặc khả năng sinh lợi khi dự án thành công. Và các giám đốc nghĩ rằng các cổ phần công ty họ bị đánh giá thấp. Từ đó họ sẽ có xu hướng đầu tư quá nhiều, tức là nhiều hơn so với khả năng tốt nhất. Mặt khác, những điều chỉnh chính sách kinh tế của chính phủ một quốc gia cũng hướng đến việc cải thiện đầu tư ở khu vực DN. Do đó, những điều kiện kinh tế tài chính và sự phát triển thị trường tài chính có thể tác động lên vấn đề đầu tư ở cấp độ DN. Xuất phát từ tiếp cận hành vi thiên lệch của Malmendier & Tate (2005a), mục tiêu mở rộng của bài nghiên cứu này là cố gắng kết nối những ảnh hưởng tài chính góc độ vĩ mô

nền kinh tế lên chính sách đầu tư của các DN có ban quản trị quá tự tin. Dựa trên mô hình đầu tư phụ thuộc dòng tiền, chúng tôi sử dụng những chỉ số tổng hợp điều kiện tài chính và phát triển tài chính để làm biến vĩ mô trong mô hình đầu tư, tương tự như Gochoco-Bautista, Sotocinal, & Wang (2014) nhưng có một số khác biệt.

2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

2.1. Ảnh hưởng của quá tự tin lên quyết định đầu tư doanh nghiệp

Những nghiên cứu gần đây đã chứng minh rằng các giám đốc thực sự cho thấy dấu hiệu của sự quá tự tin, và sự quá tự tin có tác động lên các chính sách DN (Gervais cùng cộng sự, 2003; Ben-David cùng cộng sự, 2007; Malmendier & Tate, 2008). Trong đó, chính sách đầu tư DN có thể bị tác động bởi sự quá tự tin trong quản lý theo 3 phương diện: quá tự tin dẫn đến đầu tư quá mức, quá tự tin làm tăng độ nhạy cảm của đầu tư theo dòng tiền, và quá tự tin có thể đưa đầu tư đạt mức tối ưu của nó.

Ở phương diện thứ nhất, các giám đốc quá tự tin thường đánh giá quá cao tỷ suất sinh lợi thu được từ các dự án đầu tư của mình và họ xem các nguồn tài trợ bên ngoài là tốn kém một cách thái quá. Do vậy, họ có xu hướng đầu tư quá mức khi nguồn tài trợ nội bộ dư thừa, nhưng khi buộc phải cần đến nguồn tài trợ bên ngoài thì họ sẽ cắt giảm đầu tư. Vấn đề dòng tiền tự do và đầu tư không tối ưu đối với các giám đốc quá tự tin được nghiên cứu trong các mô hình khác nhau như Heaton (2002), Fairchild (2009), Malmendier & Tate (2005a, 2005b), Baker, Ruback & Wurgler (2007), Goel & Thakor (2008),

Ben-David cùng cộng sự (2007), Hackbarth (2009).

Ở phương diện thứ hai, trong một công ty có giám đốc lạc quan, khi dòng tiền tự do ở mức cao thì luôn dẫn đến vấn đề đầu tư quá mức, khi dòng tiền tự do hạn chế thì có thể giúp ngăn chặn vấn đề đầu tư quá mức gây tàn phá giá trị DN, nhưng cũng làm tăng vấn đề đầu tư dưới mức gây hại giá trị DN. Đây chính là vấn đề đầu tư nhạy cảm với dòng tiền trong những công ty có các giám đốc lạc quan (Heaton (2002), Malmendier & Tate (2005a), Baker cùng cộng sự (2007)). Kết quả thực nghiệm từ các nghiên cứu này xác nhận rằng sự quá tự tin của CEO cho thấy một độ nhạy cảm lớn của đầu tư theo dòng tiền. Giải thích cho sự biến tướng trong đầu tư liên quan đến dòng tiền DN, dựa trên vấn đề chi phí đại diện, hoặc dựa trên vấn đề bất cân xứng thông tin.

Cuối cùng, hành vi đầu tư được xem xét ở phương diện của một giám đốc không e ngại rủi ro. Thông thường, sự tồn tại của tính quá tự tin sẽ khiến giám đốc này đầu tư vượt mức tối ưu và đưa đến rủi ro quá mức. Tuy nhiên, nghiên cứu của Baker cùng cộng sự (2007) lại phát biểu rằng, dựa trên những bất hoàn hảo khác trong quản lý, ví dụ như có sự e ngại rủi ro, tính lạc quan có thể khiến khoản đầu tư từ một mức thấp không hiệu quả dịch chuyển đến mức đầu tư tốt nhất (tối ưu) cho công ty.

2.2. Quá tự tin và quyết định đầu tư trong mối liên hệ với điều kiện kinh tế - tài chính vĩ mô

Việc xem xét ảnh hưởng của các điều kiện tài chính – kinh tế vĩ mô lên đầu tư DN nhằm mục đích nối kết vai trò ảnh hưởng đầu tư của các yếu tố vĩ mô với các yếu

tố tài chính chuyên biệt công ty. Chúng tôi kỳ vọng, dưới góc độ hành vi quá tự tin của nhà quản lý, sự tương tác giữa các yếu tố vĩ mô với tâm lý quá tự tin có thể đưa đến các biến tướng đầu tư.

Với việc xem xét sự tương tác ba biến (biến quá tự tin, biến tài chính vĩ mô và biến dòng tiền), việc đưa nhiều biến vĩ mô vào một mô hình như thế sẽ phát sinh quá nhiều biến số, chưa kể nhiều vấn đề thống kê phát sinh có thể gây ảnh hưởng đến kết quả ước lượng. Bởi vậy chúng tôi kết hợp những yếu tố tài chính vĩ mô vào một vài chỉ số đại diện để đưa vào mô hình. Theo đó, chúng tôi xây dựng chỉ số về điều kiện tài chính (FCI) và phát triển tài chính (FDI) cho VN như Gochoco-Bautista, Sotocinal, & Wang (2014), trong phần này chúng tôi không trình bày cách tính mà chỉ sử dụng kết quả để phân tích.

3. Mô hình, phương pháp và dữ liệu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu độ nhạy cảm đầu tư trong bài này được xây dựng như sau:

$$I_{it} = \rho I_{it-1} + \alpha_0 Q_{it} + \alpha_1 Q_{it-1} + \beta_0 CF_{it} + \beta_1 CF_{it-1} + \beta_2 X'_t + \beta_3 OC_i + \beta_4 X'_t * OC_i + \beta_5 CF_{it} * OC_i + \beta_6 CF_{it} * X'_t + \beta_7 CF_{it} * X'_t * OC_i + \gamma Z'_{it} + u_{it} \quad (1)$$

Mô hình (1) tính đến tính dai dẳng thực tế trong các quyết định đầu tư DN, đó là mô hình bao gồm cả các độ trễ của biến I, Q và CF. Trong đó I là biến đầu tư được định nghĩa bằng chi tiêu vốn mua sắm tài sản cố định (Capex) của công ty và được chuẩn hóa theo giá trị vốn thời điểm đầu năm. Q là hệ số Tobin's Q được tính bằng tỷ số giá thị trường của tài sản trên giá trị sổ sách của tài sản. CF là dòng tiền

của công ty được chuẩn hóa theo giá trị vốn tại thời điểm đầu năm.

OC là biến giả thể hiện sự quá tự tin của các nhà quản lý. OC sẽ nhận giá trị là 1 nếu thể hiện vị thế quá tự tin; ngược lại là 0. Thước đo quá tự tin trong nghiên cứu này dựa trên cơ sở thước đo Net Buyer của Malmendier & Tate (2005a). Theo đó, chúng tôi kế thừa quan điểm của Glaser cùng cộng sự (2008) khi cho rằng quyết định đầu tư không phải chỉ được chi phối bởi một cá nhân CEO/CFO duy nhất. Chúng tôi tiếp cận theo thước đo khối lượng đối với các giám đốc quản lý và chủ tịch/thành viên hội đồng quản trị, vị thế mua/bán ròng theo từng năm đối với từng công ty được xác định dựa trên khối lượng mua/bán ròng cổ phần của hai vị trí này. Như Malmendier & Tate (2005a), chúng tôi cũng giả định quá tự tin là một đặc điểm tính cách không thay đổi qua thời gian 5 năm quan sát trong mẫu. Từ đó, một công ty là có ban quản lý quá tự tin khi số năm ở vị thế mua ròng cổ phần là nhiều hơn số năm ở vị thế bán ròng cổ phần trong tổng số năm có thể quan sát.

X'X' là chỉ số liên quan đến đặc điểm tài chính vĩ mô, bao gồm chỉ số điều kiện tài chính (FCI) và chỉ số phát triển tài chính (FDI). FCI và FDI chúng tôi chỉ sử dụng kết quả tính toán đưa vào mô hình và không trình bày ở đây.

Tập hợp các biến kiểm soát trong mô hình, **Z'Z'**, bao gồm Ow, Gov, Size và Lev. Trong đó, Ow là tỷ lệ cổ phần công ty được sở hữu bởi ban quản lý, Gov là số lượng giám đốc không nắm giữ cổ phần công ty, Size là quy mô công ty tính bằng logarit tổng tài sản, và Lev là đòn bẩy tài chính của công ty tính bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Việc ước lượng SGMM còn bổ sung biến số năm từ khi công ty được niêm yết (Age) làm biến công cụ bên ngoài. Các kết quả ước lượng mô hình sẽ được kiểm tra tính vững thông qua kiểm định Arellano-Bond về tự tương quan của thành phần nhiễu sai phân và kiểm định Sargan về tính hiệu lực của tập hợp các biến công cụ.

3.2. Xây dựng dữ liệu và giả thuyết nghiên cứu

Mô hình (1) được ước lượng thông qua một mẫu dữ liệu bảng động gồm các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK VN giai đoạn 2007-2012. Việc tính toán các biến I, Q và CF trong mô hình đã làm giảm thời kỳ quan sát mẫu còn 5 năm, 2008-2012. Mẫu dữ liệu DPD này là gián đoạn (không liên tục theo năm) với số năm quan sát cho từng công ty tối thiểu phải

là 3 năm. Ngoài ra, để tránh những vấn đề nghiêm trọng của các quan sát ngoại lai, một số tiêu chí lọc dữ liệu nghiêm ngặt được sử dụng. Cụ thể, giá trị của I không phải lớn hơn 2,5, Q phải có giá trị nằm trong khoảng từ 0 đến 10, khoảng giá trị đối với CF là từ -1 đến 1. Những tiêu chí lọc dữ liệu này được sử dụng trong nhiều nghiên cứu như Gilchrist & Himmelberg (1999), Love (2003), Ratti, Lee, & Seol (2008) và Gochoco-Bautista, Sotocinal, & Wang (2014). Bên cạnh đó, kỹ thuật biến đổi Winsor (winsorization) ở mức 1% cũng được sử dụng để giảm thiểu ảnh hưởng của các ngoại lai. Cuối cùng, mẫu dữ liệu thu được gồm 159 công ty (77 công ty HoSE và 82 công ty HNX) trong thời kỳ quan sát 5 năm từ 2008 đến 2012.

Để đánh giá theo quy mô tài sản, mẫu được chia tách thành: mẫu những công ty lớn và mẫu những công ty nhỏ với mức quy mô tài sản trung bình trong kỳ quan sát dùng để phân loại lớn và nhỏ mức 1.000 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi có mẫu các công ty lớn gồm 53 công ty và mẫu các công ty nhỏ còn lại gồm 106 công ty.

Ràng buộc tài chính được thể hiện bởi

$$\beta_0 + \beta_1 + \beta_5 OC + (\beta_6^{FCI} FCI + \beta_6^{FDI} FDI)$$

Theo lý thuyết, chúng ta kỳ vọng $\beta_5 > 0$, $\beta_5 > 0$ vì sự quá tự tin trong quản lý sẽ làm tăng độ nhạy cảm đầu tư khi dòng tiền nội bộ dư thừa. Các hệ số β_7^{FCI} và β_7^{FDI} thể hiện sự tương tác giữa quá tự tin và điều kiện/phát triển tài chính.

Tác động của FCI lên đầu tư DN được thể hiện qua các hệ số nhạy cảm β_2^{FCI} , β_4^{FCI} , β_6^{FCI} và β_7^{FCI} . Nếu những điều kiện tài chính cung cấp thêm thông tin về cơ hội đầu tư ngoài thông tin từ Tobin's

$$+ (\beta_7^{FCI} FCI + \beta_7^{FDI} FDI) * OC$$

Q và FCI, chúng ta sẽ kỳ vọng $\beta_2^{FCI} > 0$, $\beta_2^{FCI} > 0$; ngược lại, kỳ vọng $\beta_2^{FCI} = 0$, $\beta_2^{FCI} = 0$. Tương tự, nếu những điều kiện tài chính tốt hơn làm giảm các ràng buộc đi vay, thì chúng ta kỳ vọng FCI tăng sẽ làm giảm sự phụ thuộc đầu tư vào dòng tiền nội bộ,

tức là $\beta_6^{FCI} < 0$; ngược lại, kỳ vọng $\beta_6^{FCI} = 0$. Dưới góc độ tâm lý quá tự tin trong quản lý, những điều kiện tài chính trở nên khả quan có thể càng khiến công ty ra quyết định đầu tư nhiều hơn, chúng ta kỳ vọng $\beta_4^{FCI} > 0$. Giả thiết H_0 ở đây là $\beta_4^{FCI} = 0$. Sự tương tác đồng thời giữa quá tự tin – điều kiện tài chính lên độ nhạy cảm đầu tư – dòng tiền được thể hiện bằng hệ số tương quan β_7^{FCI} .

Tác động của FDI lên đầu tư DN được thể hiện qua các hệ số nhạy cảm β_2^{FDI} , β_4^{FDI} , β_6^{FDI} và β_7^{FDI} . Chúng ta sẽ kỳ vọng $\beta_2^{FDI} > 0$, tức là sự phát triển tài chính sẽ làm DN đầu tư nhiều hơn. Ngược lại, kỳ vọng $\beta_2^{FDI} = 0$.

Về lý thuyết, nếu nguồn tín dụng từ ngân hàng cho khu vực tư tăng lên và nguồn vốn cung ứng từ thị trường chứng được mở rộng, đầu tư DN sẽ giảm sự phụ thuộc vào dòng tiền nội bộ, do đó chúng ta kỳ vọng là $\beta_6^{FDI} < 0$. Ngược lại, kỳ vọng $\beta_6^{FDI} = 0$. Dưới ảnh hưởng của tâm lý quá tự tin trong quản lý, những lợi ích khi thị trường tài chính phát triển có thể càng khiến công ty ra quyết định đầu tư nhiều hơn, chúng ta kỳ vọng $\beta_4^{FDI} > 0$. Giả thiết H_0 ở đây là $\beta_4^{FDI} = 0$. β_7^{FDI} thể hiện sự tương tác đồng thời giữa quá tự tin – phát triển tài chính lên độ nhạy cảm đầu tư – dòng tiền.

4. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

Bảng 1 trình bày kết quả ước

lượng mô hình (1) bằng SGMM cho cả 3 mẫu gồm mẫu tổng thể, mẫu các công ty lớn và mẫu các công ty nhỏ.

4.1. Ảnh hưởng của tâm lý quá tự tin, điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên đầu tư

Kết quả ước lượng mô hình (1) ở Bảng 1 đối với mẫu tổng thể cho thấy hệ số của biến đầu tư trễ 1 năm (I_{t-1}) có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1%, nghĩa là một sự gia tăng đầu tư trong năm trước (tăng 1% đầu tư trên vốn chẳng hạn) sẽ góp phần làm tăng đầu tư trong năm hiện tại (tăng 0,33% đầu tư trên vốn). Hệ số của Q có ý nghĩa thống kê dương ở mức 5% với độ trễ 1 năm, điều này phù hợp với lý thuyết Q trong đầu tư. Sự gia tăng cơ hội đầu tư trong năm hiện tại sẽ thúc đẩy đầu tư trong năm tới. Tuy nhiên, dòng tiền DN chỉ có ý nghĩa 10% cho mỗi

Bảng 1. Kết quả ước lượng mô hình độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền

Biến phụ thuộc: I_t	Mẫu tổng thể		Mẫu các công ty lớn		Mẫu các công ty nhỏ	
Biến giải thích:	Hệ số ước lượng	Thống kê t (t-stat.)	Hệ số ước lượng	Thống kê t (t-stat.)	Hệ số ước lượng	Thống kê t (t-stat.)
I_{t-1}	0.3300***	5.72	0.2782***	2.77	0.3214***	4.44
Q_t	0.0371	0.61	0.3545***	2.71	-0.0616	-0.85
Q_{t-1}	0.0665**	2.51	0.1074*	1.92	0.0457	1.47
CF_t	1.2487*	1.77	0.4142	0.27	1.8453*	1.96
CF_{t-1}	-0.0349	-0.45	-0.0633	-0.42	0.0206	0.22
FCI_t	-0.0153	-0.42	0.0852	1.18	-0.0583	-1.35
FDI_t	0.0227	0.17	-0.2721	-0.71	0.0909	0.41
OC_t	-1.647***	-2.64	-0.5359	-0.42	-2.0128***	-2.65
$OC_t \times FCI_t$	0.0565	0.89	-0.0871	-0.67	0.1176	1.60
$OC_t \times FDI_t$	1.4146***	2.70	0.4699	0.44	1.7171***	2.69
$OC_t \times CF_t$	3.3828**	2.10	0.8064	0.27	4.4575**	2.14
$FCI_t \times CF_t$	-0.0505	-0.59	-0.2373	-1.36	0.055	0.54
$FDI_t \times CF_t$	-0.5053	-0.87	0.3077	0.25	-1.0545	-1.35
$OC_t \times FCI_t \times CF_t$	-0.3158**	-1.97	-0.0141	-0.05	-0.4533**	-2.33
$OC_t \times FDI_t \times CF_t$	-2.9719**	-2.23	-0.7673	-0.31	-3.8811**	-2.25
Owp_t	-0.0068	-0.03	-0.0659	-0.22	-0.0397	-0.14
$Size_t$	-0.0204	-1.63	-0.0268	-0.85	-0.0157	-0.71
Lev_t	0.2034**	2.43	0.3987**	2.04	0.167*	1.73
Gov_t	0.0056	0.47	-0.0327	-1.29	0.0107	0.76

Các kiểm định:	test stat.	p-value	test stat.	p-value	test stat.	p-value
Wald test ^(a)						
^(b) H ₀ : $\beta_{(OC-)}=0$	2.51	0.030	0.46	0.808	2.450	0.034
^(c) H ₀ : $\beta_{(FCI-)}=0$	3.04	0.017	1.37	0.249	2.030	0.090
^(d) H ₀ : $\beta_{(FDI-)}=0$	2.49	0.042	0.16	0.960	3.290	0.012
Arellano-Bond test ^(e)						
H ₀ : AR(1)=0	-4.68	0.000	-1.8	0.071	-4.63	0.000
H ₀ : AR(2)=0	-0.54	0.590	-1.48	0.139	0.63	0.526
Sargan test ^(f)	7.61	0.868	9.51	0.733	11.36	0.580

*, ** và *** tương ứng ở mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. ^(a) Kiểm định Wald về sự có ý nghĩa đồng thời của các hệ số ước lượng (F-test); Trong mô hình (1): ^(b) β_i ($i=3,4,5,7$) là các hệ số của biến/tương tác biến bao gồm OC, ^(c) β_j ($j=2,4,6,7$) là các hệ số của biến/tương tác biến bao gồm FCI, và ^(d) β_k ($k=2,4,6,7$) là các hệ số của biến/tương tác biến bao gồm FDI; ^(e) Kiểm định Arellano-Bond về sự tự tương quan bậc p (AR(p)) của nhiễu (Z-test); ^(f) Kiểm định Sargan về tính hiệu lực của các biến công cụ (χ^2 test).

tương quan dương cùng kỳ lên đầu tư DN. Sự tương tác của dòng tiền với các biến quá tự tin và điều kiện tài chính/phát triển tài chính lại cho thấy mức ý nghĩa cao đối với đầu tư DN. Quá tự tin trong quản lý tương quan âm trực tiếp lên đầu tư với độ tin cậy cao 99%.

Quan tâm chính ở đây là tác động của quá tự tin lên độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền. Bằng chứng từ Bảng 1 cho thấy rằng quá tự tin đã làm tăng độ nhạy cảm đầu tư – dòng tiền. Cụ thể, hệ số tương tác giữa OC và CF là dương có ý nghĩa thống kê 5% với mức độ tác động rất lớn lên đầu tư. Mối quan hệ này phù hợp với lý thuyết đầu tư phân tích về vai trò của quá tự tin lên độ nhạy cảm đầu tư – dòng tiền. Dòng tiền tự do ở mức cao rất dễ gây ra vấn đề đầu tư quá mức do những giám đốc quá tự tin có động cơ lãng phí vào các dự án có NPV âm.

Tuy kết quả ước lượng không cho thấy bằng chứng về tác động của FCI và FDI lên sự phụ thuộc của đầu tư vào dòng tiền, song hiệu ứng của FCI và FDI thông qua tâm lý quá tự tin của các nhà quản trị DN lại có tác động lên đầu tư và độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền. Hệ

số ước lượng được của OC×FDI với mức ý nghĩa 1% là dương như kỳ vọng, nghĩa là việc ngân hàng tăng cung cấp tín dụng cho khu vực tư nhân cũng như sự mở rộng của thị trường chứng khoán đã thúc đẩy đầu tư DN. Tuy nhiên, hệ số OC×FCI là dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Các hệ số ước lượng cho OC×FCI×CF và OC×FDI×CF đều có ý nghĩa thống kê 5% với dấu âm như kỳ vọng. Như vậy, thông qua ảnh hưởng của tâm lý quá tự tin trong quản lý, những điều kiện tài chính và sự phát triển thị trường tài chính này đã làm giảm độ nhạy cảm của đầu tư theo dòng tiền. Điều này phù hợp với thực tế, một khi điều kiện tài chính tốt lên và thị trường tài chính được phát triển mở rộng, những hạn chế về khả năng tiếp cận vốn của các DN sẽ giảm đi. Ngoài ra, kết quả còn cho thấy rằng phát triển tài chính giúp làm giảm sự phụ thuộc đầu tư vào dòng tiền nội bộ nhiều hơn hiệu ứng từ những điều kiện tài chính được cải thiện.

Kết quả hồi quy mô hình (1) với toàn bộ mẫu cũng cho thấy ảnh hưởng của việc sử dụng nợ lên đầu tư với vai trò như một biến kiểm soát. Mối tương quan dương có ý

nghĩa thống kê giữa nợ và đầu tư là như kỳ vọng lý thuyết. Những DN sử dụng nợ nhiều thường có liên quan với việc tăng chi tiêu đầu tư. Mối liên hệ về lý thuyết có thể bắt nguồn từ vấn đề lợi ích tầm chắn thuế từ nợ, bằng cách đó việc sử dụng đòn bẩy nợ cao sẽ làm tăng giá trị DN.

Bằng chứng quan trọng của chúng tôi về tác động của hành vi quá tự tin trong quản lý DN làm tăng sự phụ thuộc đầu tư vào dòng tiền mặt nội bộ, cũng như hiệu ứng tương tác giữa tâm lý quá tự tin với điều kiện tài chính và phát triển tài chính đã làm giảm độ nhạy cảm đầu tư – dòng tiền.

4.2. Ảnh hưởng của tâm lý quá tự tin, điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên đầu tư khi có sự khác biệt về quy mô

Khi xem xét theo quy mô tài sản công ty, kết quả có nhiều khác biệt. Kết quả từ Bảng 1 cho thấy, trong khi mẫu các công ty nhỏ gần như mô phỏng kết quả đối với mẫu tổng thể thì mẫu các công ty lớn không cho thấy bằng chứng nào về vai trò của quá tự tin, điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên đầu tư/độ nhạy cảm đầu tư – dòng tiền dù theo cách trực tiếp hay qua

tương tác.

Dấu của các hệ số ước lượng mô hình (1) trong mẫu các công ty lớn hầu như theo kỳ vọng, đặc biệt là dấu của FCI là dương phản ánh đúng lập luận thực tế cho rằng điều kiện tài chính phản ánh lên hành vi đầu tư DN một cách đồng biến. Một khác biệt khác là ở hệ số Tobin'Q. Hệ số Q trong các công ty lớn có ý nghĩa cao với quyết định đầu tư cùng kỳ. Mức ý nghĩa mạnh này phù hợp với kết quả của Gochoco-Bautista, Sotocinal, & Wang, (2014) khi nghiên cứu vấn đề đầu tư DN ở các thị trường châu Á. Rõ ràng, có thể thấy đầu tư tại các DN lớn ở VN bị tác động nhiều từ cơ hội và triển vọng tăng trưởng, và Tobin'Q trong trường hợp này là một đại diện tốt cho tập hợp cơ hội đầu tư, khác với mẫu tổng thể và mẫu các công ty nhỏ, nơi hệ số Q có lẽ không phải là một đại diện tốt cho việc đo lường cơ hội tăng trưởng vốn không quan sát được.

Dòng tiền trong các công ty lớn có tương quan dương với đầu tư nhưng không có ý nghĩa thống kê. Việc không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ dòng tiền – đầu tư cũng như các bằng chứng liên quan đến độ nhạy cảm đầu tư – dòng tiền có thể giải thích trên lập luận cho rằng, dòng tiền chỉ có ý nghĩa đáng kể đối với những công ty được xếp vào dạng bị ràng buộc tài chính. Các công ty lớn thường được xem có ràng buộc tài chính thấp do vị thế nổi trội của mình. Với những ràng buộc tài trợ ở mức thấp hơn, các công ty lớn có vị thế tốt hơn so với các công ty nhỏ trước điều kiện tài chính được cải thiện và thị trường tài chính phát triển. Sự thay đổi trong điều kiện tài chính và phát triển tài chính ở một mức độ nào đó không còn là mối bận tâm

lớn cho các DN tầm cỡ này trong việc tiếp cận vốn tài trợ, vì những công ty này thường có mối quan hệ rất tốt với ngân hàng và vốn đã có sẵn các hạn mức tín dụng của riêng mình.

Đối với mẫu các công ty nhỏ, kết quả ước lượng có thể xem là gần như mô phỏng cho toàn bộ mẫu dữ liệu. Trừ trường hợp hệ số ước lượng của biến Tobin's Q không có ý nghĩa thống kê và biến kiểm soát đòn bẩy nợ chỉ có ý nghĩa 10%, các ước lượng thống kê còn lại đều phản ánh tính ý nghĩa như trong mẫu tổng thể. Đặc biệt, hệ số ước lượng của các biến quá tự tin, điều kiện tài chính, phát triển tài chính và các tương tác liên quan đều có độ lớn (giá trị tuyệt đối) tương quan lớn hơn so với trường hợp toàn bộ mẫu, trong khi đó chiều hướng tương quan đều không đổi. Thực tế là các công ty nhỏ có giám đốc quá tự tin có độ nhạy cảm đầu tư – dòng tiền ở mức cao, điều đó cho thấy các công ty nhỏ ở VN với ban quản trị quá tự tin thường có những biến tướng đầu tư khi có sẵn dòng tiền nhàn rỗi. Những công ty nhỏ đối mặt với ràng buộc tài chính cao hơn do bất lợi về vị thế so với các công ty lớn. Chính vì vậy các công ty nhỏ sẽ được lợi ích nhiều hơn trước sự cải thiện về điều kiện tài chính và phát triển tài chính. Kết luận này tương tự với các kết quả nghiên cứu của Love (2003), Beck cùng cộng sự (2008), Brown cùng cộng sự (2013) và Gochoco-Bautista, Sotocinal, & Wang (2014).

Như vậy, các công ty nhỏ ở VN giữ vai trò cung cấp bằng chứng về tác động của hành vi quá tự tin trong quản lý DN lên đầu tư và độ nhạy cảm đầu tư – dòng tiền. Kết quả ước lượng của mẫu các công

ty lớn không cho thấy bằng chứng liên quan về vấn đề này. Tóm lại, độ nhạy cảm đầu tư – dòng tiền của những công ty có ban quản lý quá tự tin được thể hiện nhiều hơn trong những công ty nhỏ hơn.

5. Kết luận

Mối quan hệ giữa ràng buộc tài chính và đầu tư vẫn còn là đề tài tranh luận trong lý thuyết tài chính về đầu tư hiện hành. Bài nghiên cứu này tiếp cận vấn đề đó trên cơ sở lý thuyết tài chính hành vi, đó là xem xét ảnh hưởng của hành vi quá tự tin trong quản lý lên độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền trong các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK VN giai đoạn 2008-2012. Mô hình đầu tư động của bài này được ước lượng bằng phương pháp SGMM, trong đó có xem xét đến yếu tố điều kiện tài chính và phát triển tài chính. Kết quả nghiên cứu đưa đến những phát hiện quan trọng. Thứ nhất, nghiên cứu cho thấy bằng chứng về tác động của hành vi quá tự tin trong quản lý DN làm tăng sự phụ thuộc đầu tư vào dòng tiền mặt nội bộ. Một phát hiện quan trọng khác khi xem xét tầm quan trọng của tâm lý quá tự tin dưới điều kiện tài chính và phát triển tài chính đó là, hiệu ứng tương tác đã làm giảm độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền như một bằng chứng cho thấy lợi ích khi điều kiện tài chính được cải thiện hay khi thị trường tài chính phát triển là làm tăng khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài của các DN. Bên cạnh đó, sự khác biệt theo quy mô công ty là rất rõ rệt. Các công ty lớn không cho thấy bằng chứng nào về các hiệu ứng quá tự tin/điều kiện tài chính/phát triển tài chính, trong khi các hiệu ứng đó ở các công ty nhỏ là mạnh.

(Xem tiếp trang 77)