

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

TRƯỜNG ĐÌNH BẢO LONG

**NGHIÊN CỨU HÀNH VI QUÁ TỰ TIN
CỦA NHÀ QUẢN TRỊ TRONG VIỆC RA QUYẾT
ĐỊNH TÀI CHÍNH ĐỐI VỚI CÁC DOANH
NGHIỆP VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2018

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

Trương Đình Bảo Long

**NGHIÊN CỨU HÀNH VI QUÁ TỰ TIN
CỦA NHÀ QUẢN TRỊ TRONG VIỆC RA QUYẾT
ĐỊNH TÀI CHÍNH ĐỐI VỚI CÁC DOANH NGHIỆP
VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Tài chính - Ngân hàng

Mã số: 93 40201

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Người Hướng dẫn khoa học:

PGS.TS. NGUYỄN NGỌC ĐỊNH

TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2018

LỜI CAM ĐOAN

Tác giả xin cam đoan Luận án Tiến sĩ ***“Nghiên cứu hành vi quá tự tin của nhà quản trị trong việc ra quyết định tài chính đối với các doanh nghiệp Việt Nam”*** là công trình nghiên cứu do chính tác giả thực hiện. Các thông tin số liệu được sử dụng trong luận án giai đoạn từ 2007-2016 được Thomson Reuters thu thập lại là trung thực, được chấp thuận của kiểm toán qua các năm và công bố đại chúng. Tất cả những tham khảo và kế thừa đều được trích dẫn và tham chiếu đầy đủ.

Nghiên cứu sinh

Trương Đình Bảo Long

MỤC LỤC

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU HƯỚNG NGHIÊN CỨU CỦA LUẬN ÁN.....	6
1.1 Tính cấp thiết của luận án	6
1.2 Sơ lược tình hình nghiên cứu liên quan đến luận án	8
1.3 Mục tiêu nghiên cứu của luận án.....	12
1.4 Phương pháp nghiên cứu của luận án	14
1.5 Các phát hiện và kết quả nghiên cứu trong luận án	15
1.6 Sơ lược ý nghĩa nghiên cứu trong luận án	16
1.7 Bố cục của luận án.....	17
CHƯƠNG 2. KHUNG LÝ THUYẾT VÀ BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TRƯỚC ĐÂY.....	20
2.1. Lý thuyết tài chính hành vi về lệch lạc nhận thức	20
2.1.1. Lý trí không hoàn toàn: tính lý trí bị giới hạn	20
2.1.2. Tâm lý học nhận thức: những mẫu hình lệch lạc hành vi.....	23
2.1.3. Lệch lạc quá tự tin nhà quản trị trong lý thuyết tài chính hành vi.....	27
2.2. Quá tự tin và quá tự tin của CEO	28
2.3. Các tiếp cận đo lường sự quá tự tin của CEO.....	30
2.4. Lý thuyết về quá tự tin của CEO và quyết định tài chính doanh nghiệp	36
2.4.1. Quá tự tin của CEO và chính sách đầu tư.....	38
2.4.2. Quá tự tin của CEO và chính sách tài trợ	47
2.4.3. Quá tự tin của CEO và chính sách cổ tức.....	51
CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU CỦA LUẬN ÁN.....	56
3.1. Mô hình và phương pháp nghiên cứu	56
3.1.1. Mô hình quá tự tin của CEO và chính sách đầu tư của doanh nghiệp.....	56
3.1.2. Mô hình quá tự tin của CEO và chính sách tài trợ của doanh nghiệp	63
3.1.3. Mô hình quá tự tin của CEO và chính sách cổ tức doanh nghiệp.....	67
3.2. Biến và thống kê mô tả dữ liệu	70
3.2.1. Các biến trong mô hình và một số phép đo lường cho các biến đặc thù	70
3.2.2. Thống kê mô tả dữ liệu	86
3.3. Phương pháp ước lượng.....	94
3.3.1. Mô hình Fixed Effects và mô hình Random Effects	94
3.3.2. Hiện tượng nội sinh và mô hình GMM.....	96
3.3.3. R bình phương (R-squared).....	98
3.3.4. Kiểm định Arellano-Bond – AR(1) và AR(2)	98
3.3.5. Kiểm định Hansen J và Sargan J	100

CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA QUÁ TỰ TIN CỦA CEO LÊN QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH.....	101
4.1. Quá tự tin của CEO ảnh hưởng lên quyết định đầu tư.....	102
4.1.1. Quá tự tin của CEO và độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền (tiếp cận mô hình tĩnh)	102
4.1.2. Quá tự tin của CEO và độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền dưới điều kiện tài chính (tiếp cận mô hình động).....	104
4.2. Quá tự tin của CEO ảnh hưởng lên quyết định tài trợ	109
4.2.1. Quá tự tin của CEO và quyết định tài trợ.....	109
4.2.2. Quá tự tin của CEO và quyết định tài trợ trong điều kiện thâm hụt tài chính.....	117
4.3 Quá tự tin của CEO ảnh hưởng lên quyết định cổ tức.....	120
CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VỀ SỰ QUÁ TỰ TIN CỦA CEO VÀ CÁC QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH.....	125
5.1 Phát hiện của nghiên cứu	126
5.2. Hạn chế của nghiên cứu	131
5.3. Ý nghĩa và khuyến nghị của nghiên cứu.....	133
5.3.1 Ý nghĩa.....	133
5.3.2 Khuyến nghị.....	134
5.3.2.1 Khuyến nghị đối với nhà nước	134
5.3.2.2 Khuyến nghị đối với doanh nghiệp.....	135
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	137
PHỤ LỤC 1: NHỮNG SỰ LỆCH LẠC ĐƯỢC CHO LÀ KHUYNH HƯỚNG CỦA QUÁ TỰ TIN	152
PHỤ LỤC 2: VỀ MÔ HÌNH GMM.....	155
PHỤ LỤC 3: VỀ CÁCH CHẠY MÔ HÌNH GMM	157
PHỤ LỤC 4: PHÁT HIỆN HIỆN TƯỢNG NỘI SINH	160
PHỤ LỤC 5: DANH SÁCH CÁC 136 DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT ĐƯỢC SỬ DỤNG TRONG LUẬN ÁN.....	161
PHỤ LỤC 6: CÂU LỆNH CHẠY STATA	167

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

Từ viết tắt	Nghĩa
AIC	Akaike Information Criterion
CEO	Giám đốc điều hành
CFO	Giám đốc tài chính
DGMM	Dynamic Generalized Method of Moments
GMM	Generalized Method of Moments
GMM-CUE	GMM – Continuously Updated Estimator
GMM-IV	GMM – Instrument Variable
HNX	Sàn Chứng khoán Hà Nội
HSX	Sàn Chứng khoán Hồ Chí Minh
SGMM	System Generalized Method of Moments
NPV	Giá trị hiện tại ròng
Pooled OLS	Bình phương bé nhất trong dữ liệu bảng
REM	Random Effects Model
FEM	Fixed Effects Model
FA	Factor Analysis – Phân tích nhân tố
OMO	Open Market Operation – Hoạt động thị trường
mở	
ADF	Augmented Dickey Fuller
DF	Dickey Fuller
2SLS	Two-Stage Least Squares
FCI	Financial Condition Indicator
DPD	Dynamic Panel Data
NPV	Net Present Value
RMSE	Root Mean Square Error

DANH MỤC HÌNH VÀ BẢNG

HÌNH

Hình 3.1. Lãi suất liên ngân hàng trong các năm 2011-2016

Hình 3.2. Biến động chứng khoán trên sàn thành phố Hồ Chí Minh qua các năm

Hình 3.3. Các thành phần FCI được giải thích bởi nhân tố chung

Hình 3.4. Chỉ số điều kiện tài chính FCI của Việt Nam (2008-2016)

BẢNG

Bảng 3.1. Thống kê mô tả và một số thuộc tính dữ liệu vĩ mô nhằm xây dựng FCI

Bảng 3.2. Định nghĩa biến

Bảng 3.3. Thống kê mô tả

Bảng 3.4. Ma trận hệ số hồi quy

Bảng 4.1. Quá tự tin của CEO và độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền

Bảng 4.2. Quá tự tin của CEO và độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền dưới điều kiện tài chính

Bảng 4.3. Quá tự tin của CEO và cấu trúc vốn

Bảng 4.4. Quá tự tin của CEO và quyết định tài trợ trong điều kiện thâm hụt tài chính

Bảng 4.5. Quá tự tin của CEO và quyết định chi trả cổ tức

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU HƯỚNG NGHIÊN CỨU CỦA LUẬN ÁN

Những phân tích cho thấy có nhiều cơ sở để tin rằng người quản lý có quyền cao nhất của doanh nghiệp (CEO) dễ bị lệch lạc do hành vi quá tự tin. Từ đó, những quyết định được đưa ra bởi người CEO quá tự tin có thể dẫn đến rủi ro cao hơn so với những người CEO bình thường (không quá tự tin). Thực ra lý thuyết nghiên cứu mối liên hệ giữa các hành vi lệch lạc của người quản lý và các quyết định doanh nghiệp đã được nghiên cứu từ nhiều thập kỷ trước. Trong khuôn khổ các lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm ở luận án này, tác giả sẽ xem xét tác động của hành vi quá tự tin đến ba quyết định quan trọng của CEO là đầu tư, tài trợ và chi trả cổ tức. Bởi vì ba quyết định này có liên quan chặt chẽ lẫn nhau, nên nếu như thiếu đi một yếu tố được phân tích, thì sẽ khó cho nhà quản trị đi đến một quyết định đúng đắn. Phần này tập trung vào việc giới thiệu được sơ lược toàn bộ nội dung nghiên cứu trong bài. Giới thiệu bao gồm lý do lựa chọn đề tài, tính cấp thiết, mục tiêu, câu hỏi nghiên cứu, một số kết quả tìm được. Ngoài ra, tác giả còn trình bày rõ phân bố cục các chương để người đọc tiện theo dõi.

1.1 Tính cấp thiết của luận án

Chủ đề nghiên cứu về ba quyết định tài chính không còn xa lạ đối với giới nghiên cứu của Việt Nam và trên thế giới. Mỗi năm có rất nhiều các nghiên cứu bổ sung, đưa ra nhiều các bằng chứng thực nghiệm, các khía cạnh khác nhau về vấn đề quyết định tài chính như cấu trúc vốn, đầu tư, thâm hụt tài trợ và các yếu tố ảnh hưởng chi trả cổ tức. Thế nhưng, hầu hết các nghiên cứu đều dựa trên quan điểm lý thuyết chuẩn tắc để chứng minh các giả thuyết và có rất ít các nghiên cứu giải thích dựa trên quan điểm tài chính hành vi.

Trong những năm gần đây, lĩnh vực tài chính hành vi lần lượt nhận được nhiều sự quan tâm từ giới nghiên cứu kinh tế trên toàn cầu, lần lượt các giải Nobel được trao cho Daniel Kahneman (2002) và Richard Thaler (2017). Cùng với đó,

Malmendier và Tate (2005a) đã cùng nhau đưa tài chính hành vi, cụ thể là hành vi quá tự tin vào để đánh giá các quyết định tài chính của doanh nghiệp. Nghiên cứu thật sự mang lại nhiều lợi ích to lớn trong việc đánh giá các quyết định tài chính của CEO và từ đó hiểu được phần nào ảnh hưởng của hành vi gây ra những sai lệch đối với các quyết định và dẫn đến những quyết định không phù hợp theo các lý thuyết chuẩn tắc. Từ đó, kết quả nghiên cứu phần nào cũng bổ sung thêm vào trong khung lý thuyết trước đây về mặt lý giải các quyết định.

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam, các CEO trong doanh nghiệp gặp rất nhiều khó khăn trong việc đưa ra quyết định. Dữ liệu không đầy đủ, thiếu nhất quán, thị trường không minh bạch, bất cân xứng thông tin có thể là những nguyên nhân dẫn đến việc quyết định của CEO phần lớn phụ thuộc vào cảm tính, kinh nghiệm ngành. Điều này sẽ rất nghiêm trọng và có thể gây ra chi phí đại diện đối với cổ đông, làm giảm giá trị doanh nghiệp. Và trong những trường hợp khác, vấn đề này có thể là nguyên nhân dẫn tới khả năng doanh nghiệp bị kiệt quệ tài chính, thậm chí phá sản. Mặc dù nghiên cứu này thực sự quan trọng nhằm bổ sung thêm vào cơ sở lý thuyết nghiên cứu và khuyến nghị đến việc ra quyết định của CEO, nhưng nghiên cứu chỉ mới thực sự xem xét các bằng chứng thực nghiệm ở thị trường Mỹ. Vì vậy, việc triển khai và xem xét nghiên cứu thực nghiệm mối quan hệ giữa quá tự tin và quyết định tài chính ở thị trường Việt Nam là rất cần thiết, bởi luận án tin rằng có khả năng hành vi của nhà quản trị¹ ở thị trường mới nổi như Việt Nam sẽ phản ánh phần nào mối quan hệ giữa hành vi đối với các quyết định. Với các giả thuyết được đưa ra vẫn dựa trên lập luận ở các thị trường phát triển như Mỹ, nhưng luận án tin rằng các giả thuyết sẽ được bác bỏ (ủng hộ) trong thực nghiệm để làm rõ ràng hơn về mối quan hệ này. Đây cũng chính là tính cấp thiết của luận án; tức là, luận án phải làm rõ được ảnh hưởng của hành vi nhà quản trị (trong khía cạnh quá tự tin của CEO) đối với quyết định tài chính để có thể đưa ra khuyến nghị đúng đắn đối với các doanh nghiệp.

¹ Khái niệm nhà quản trị ở đây đồng nhất với CEO (giám đốc điều hành) – người ra quyết định trực tiếp, không bao gồm Chủ tịch Hội đồng quản trị, Hội đồng quản trị và CFO (giám đốc tài chính).

1.2 Sơ lược tình hình nghiên cứu liên quan đến luận án

Nghiên cứu của luận án có liên quan chặt chẽ đối với các tài liệu về đề tài sự ảnh hưởng của sự quá tự tin lên các chính sách của doanh nghiệp. Malmendier và Tate (2005) chứng minh rằng các doanh nghiệp (được quản lý bởi các CEO quá tự tin) có độ nhạy cảm đối với dòng tiền nội bộ lớn hơn các doanh nghiệp được quản lý bởi các CEO lý trí. Malmendier và Tate (2008) cho thấy rằng các CEO quá tự tin có khả năng tham gia vào các vụ mua lại, điều này làm giảm giá trị doanh nghiệp. Malmendier cùng cộng sự (2011) lập luận rằng các nhà quản lý nhận thức được việc doanh nghiệp bị định giá thấp và không muốn tăng tài trợ thông qua các nguồn bên ngoài tốn kém. Luận án cũng sẽ chứng minh rằng sự miễn cưỡng của các CEO quá tự tin trong huy động vốn thông qua các nguồn bên ngoài dẫn đến cả một trật tự phân hạng trong tài trợ và sự bảo thủ khi sử dụng nợ. Nghiên cứu này cũng nhắc đến mối quan hệ giữa sự quá tự tin của nhà quản lý và chính sách cổ tức theo Ben-David cùng cộng sự (2007) và Bouwman (2009). Ben-David cùng cộng sự (2007) cho rằng các doanh nghiệp với các CEO định chuẩn sai (miscalibrated CEO) có thể trả cổ tức ít hơn.

Quá tự tin² và quyết định đầu tư:

Trong mô hình nghiên cứu về sự lạc quan, Heaton (2002) chỉ ra rằng vì các giám đốc lạc quan tin tưởng mức độ dòng tiền cao hơn thực tế, nhiều dự án sẽ được chấp nhận hơn. Baker, Ruback và Wurgler (2007) xác nhận phát hiện này, và chỉ ra rằng tính lạc quan trong quản lý về giá trị các tài sản hiện hành của công ty và về các cơ hội đầu tư sẽ đưa đến việc đầu tư quá mức. Ben-David cùng cộng sự (2007) lại sử dụng sự định chuẩn sai thay vì dùng tính lạc quan để mô hình hóa sự quá tự tin. Nghiên cứu này chỉ ra rằng sự quá tự tin trong quản lý sẽ đưa đến việc đánh giá thấp sự biến động dòng tiền của công ty và do đó tỷ lệ chiết khấu được sử dụng là thấp

² Định nghĩa sự quá tự tin là việc đánh giá quá cao độ chính xác của những niềm tin cá nhân, hoặc đánh giá thấp của phương sai của các quá trình rủi ro; nói cách khác, phân phối xác suất chủ quan của họ là quá hẹp Lichtenstein và cộng sự (1977), (1980), (1982), Kruger và Dunning (1999), Alba và Hutchison (2000), Shefrin (2001), Soll và Klayman (2004), Hackbarth (2006).