

SỰ TỰ TIN CỦA GIÁM ĐỐC TÁC ĐỘNG ĐẾN ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP

Ngày nhận bài: 05/01/2016

Ngày nhận lại: 25/02/2016

Ngày duyệt đăng: 26/02/2016

Lê Văn Hưởng¹
Nguyễn Minh Hà²
Lê Bảo Lâm³

TÓM TẮT

Mục tiêu của nghiên cứu là tìm hiểu sự tự tin của chủ doanh nghiệp (DN)/Giám đốc tác động đến đầu tư của DN. Nghiên cứu dữ liệu sơ cấp từ khảo sát 211 chủ DN/Giám đốc năm 2015 tại 13 tỉnh, thành phố vùng đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL) và sử dụng phân tích định lượng với mô hình hồi quy Binary Logistic, kết quả cho thấy những DN được điều hành bởi các chủ DN/Giám đốc tự tin sẽ có khả năng đầu tư cao hơn những DN được điều hành bởi các chủ DN/Giám đốc ít tự tin. Bên cạnh đó, trình độ học vấn của chủ DN/Giám đốc, những chủ DN/Giám đốc có chuyên môn về tài chính ngân hàng và kinh nghiệm của chủ DN/Giám đốc cũng là các yếu tố ảnh hưởng đến đầu tư của DN và những DN mà chủ DN/Giám đốc có người thân là chủ DN/Giám đốc DN khác có khả năng đầu tư cao hơn những DN có chủ DN/Giám đốc không có người thân là chủ DN/Giám đốc.

Từ khóa: Chủ doanh nghiệp; Doanh nghiệp; Đầu tư; Giám đốc; Sự tự tin.

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the entrepreneur/CEO's confidence index that affects firm investment. Using the primary data from surveying 211 entrepreneur/CEO in 13 provinces and cities in Mekong delta and applying the quantitative method with the binary Logistic, the study results show that firms run by the confident entrepreneur/CEO have higher probability of investment. Furthermore, entrepreneur/CEO's education, experience, and entrepreneur/CEO majoring in finance - banking have influence on firm's investment. Firm entrepreneur/CEO with relatives who own other firms have higher probability of investment.

Keywords: Entrepreneur; Firms; Investment; CEO; Confidence.

1. Mở đầu

Kể từ những năm 1990, nhiều nhà nghiên cứu trong các lĩnh vực kinh tế, quản lý nguồn nhân lực, khoa học xã hội và DN áp dụng lý thuyết vốn con người theo các quan điểm khác nhau. Đối với chủ DN, lý thuyết vốn con người tập trung vào khám phá xem nhà sáng lập DN đạt được các thuộc tính vốn con người như thế nào (Isaksen, 2006). Do đó, một số nhà nghiên cứu tập trung vào nghiên cứu về quan điểm vốn con người như là một trong những yếu tố quyết định sự thành công của

kinh doanh (Sriyani, 2010). Trong khi đó, nhiều nhà nghiên cứu tin rằng việc tham gia đầu tư của các nhà đầu tư khác nhau không chỉ bị ảnh hưởng bởi kinh nghiệm cá nhân hay kỹ năng nghề nghiệp của bản thân, mà còn bị tác động bởi các nhân tố bên trong, ví dụ như khả năng nhận thức, giới tính, độ tuổi, cảm xúc cá nhân, tâm trạng và các nhân tố bên ngoài như chính trị, xã hội.

Đầu thế kỷ 20, nhà tâm lý học người Pháp Tarde (1902) bắt đầu nghiên cứu về ứng dụng tâm lý học vào khoa học kinh tế, đặt nền

¹ ThS, UBND Tỉnh Tiền Giang.

² PGS.TS, Trường Đại học Mở TP.HCM. Email: ha.nm@ou.edu.vn

³ PGS.TS, Trường Đại học Mở TP.HCM.

móng cho sự hình thành và phát triển của lĩnh vực tài chính hành vi (behavioral finance). Theo sau đó, lý thuyết triển vọng (Kahneman và Tversky, 1979, 1992) dựa trên nền tảng cơ bản là “thị trường không luôn luôn đúng” và “nhà đầu tư là không hợp lý (irrational)” đã đặt ra một đối trọng lớn đối với lý thuyết “thị trường hiệu quả”. Một trong những ứng dụng nổi bật của lý thuyết này mà đặc biệt là quyển sách nổi tiếng “Irrational Exuberance” của Robert Shiller (2000) dự báo về đỉnh và sự sụp đổ của thị trường cổ phiếu toàn cầu không lâu sau đó, đã tạo bước ngoặt lớn cho những nhà nghiên cứu tài chính hành vi liên tục đưa ra các nghiên cứu mới (Nguyễn Đức Hiền, 2013). Bằng sự gắn kết lý thuyết về tâm lý với lý thuyết và thực tiễn về tài chính, tài chính hành vi đã giúp giải thích được các vấn đề khó và phức tạp vượt ra khỏi khả năng giải thích bởi các lý thuyết kinh tế cổ điển và lý thuyết tài chính truyền thống. Chắc chắn có thể tìm thấy rất nhiều nghiên cứu, đặc biệt là nghiên cứu ngoài nước đã đi sâu kiểm nghiệm mối quan hệ giữa vốn con người hay hành vi của các nhà đầu tư, tiêu biểu là các chủ DN/giám đốc, cũng như việc thực hiện những quyết định ngân sách và đầu tư, do đó tác động đến sự tăng trưởng và phát triển của DN. Ở Việt Nam, một số tác giả đã tiến hành nghiên cứu về tài chính hành vi, ví dụ như Nguyễn Ngọc Định (2015) đã tập trung vào vai trò của hành vi của nhà đầu tư đối với đầu tư trong thị trường chứng khoán Việt Nam. Song, số lượng nghiên cứu vẫn còn rất nhỏ, và chưa có về đầu tư của DN. Vì vậy, việc nghiên cứu về sự tự tin của chủ DN/Giám đốc đối với đầu tư DN, vừa mang tính thực tiễn vừa cấp thiết.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Các lý thuyết

2.1.1. Nền tảng của khoa học hành vi (Behavioural Science)

Nghiên cứu của Ackert và Deaves (2010) đã chỉ ra các khía cạnh cần được đề cập đến như là nền tảng của khoa học hành vi:

Nhận thức (perception): Theo Plous (1993), các mô hình xử lý thông tin thường giả định các chủ thể có thể thu thập và lưu trữ

thông tin mà không tốn chi phí. Tuy nhiên, nhận thức (perception) có chức năng lấy các thông tin về để chủ thể xử lý lại thường đọc sai thông tin. Nhận thức là sự chọn lọc, trong đó các kỳ vọng tác động rất mạnh đến nhận thức. Đôi khi một số nhận thức bị bóp méo bởi ý muốn bản thân. 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.

Trí nhớ (memory): Theo Loftus (2003), 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 nhớ và sau đó được gọi lại, tuy nhiên, dù có sự nỗ lực đáng kể thì đây cũng không phải là cách bộ não chúng ta hoạt động. Trí nhớ không chỉ được tái tạo lại mà còn biến đổi rất mạnh mẽ và Thomas và Diener (1990) cho rằng con người dễ dàng mang những ký ức rất tốt hoặc rất xấu vào trong tâm trí họ.

Tự nghiệm (heuristic): Kahneman và cộng sự (1982) định nghĩa kinh nghiệm chủ quan là một chiến lược có thể được áp dụng cho một loạt các vấn đề và nó thường - nhưng không phải luôn luôn - mang lại một giải pháp đúng. Theo Ackert và Deaves (2010), chúng ta không thể trì hoãn đưa ra các quyết định trong một vài trường hợp. Do các quyết định cần được đưa ra trong khi thông tin và khả năng xử lý bị hạn chế nên tự nghiệm là điều cần thiết. Tự nghiệm là quy tắc đưa ra quyết định sử dụng một số thông tin trong tập hợp tất cả thông tin và do trong hầu hết 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. Theo Gilovich và ctg (2002), 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), tiết kiệm chi phí (dạng một) và nhận thức (dạng hai).

Cảm xúc (emotion): 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. Mặc dù cảm xúc không có những đặc trưng duy nhất nào nhưng Elster (1998) lập luận rằng có sáu đặc trưng có thể nhận thấy được cho phép ta định nghĩa cảm xúc, cụ thể đó là: tiền lệ về nhận thức (cognitive antecedents), đối tượng chủ ý (intentional objects), sự kích thích sinh học (physiological arousal), những biểu hiện sinh học (physiological expressions), hóa trị (valence) và xu hướng hành động (action tendencies).

Tự tin quá mức (overconfidence): là khuynh hướng con người đề 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 (Glaser và Weber, 2007). Theo kết quả tổng hợp của Ackert và Deaves (2010), tự tin quá mức có nhiều biểu hiện khác nhau như: (i) Ước lượng sai (miscalibration) là một khuynh hướng người ta phóng đại sự chính xác kiến thức của bản thân. (ii) Hiệu ứng tốt hơn trung bình (better than average effect) là khuynh hướng các cá nhân đánh giá khả năng của họ cao hơn mức trung bình khi đánh giá một số thuộc tính tích cực của bản thân họ. (iii) Ảo tưởng kiểm soát (illusion of control) là khi con người nghĩ rằng họ có khả năng kiểm soát tình huống hơn thực tế có thể. (iv) Lạc quan quá mức (excessive optimism) hiện diện khi con người đánh giá xác suất của các kết quả thuận lợi hoặc bất lợi quá cao hay quá thấp so với kinh nghiệm quá khứ hoặc những phân tích suy luận.

2.1.2. Lý thuyết triển vọng (Prospect theory)

Theo Ackert và Deaves (2010), lý thuyết triển vọng đã đưa ra một mô hình ra quyết định dưới điều kiện rủi ro mà có sự kết hợp với hành vi. Hàm giá trị (value function) trong lý thuyết triển vọng đã thay thế cho hàm hữu dụng trong lý thuyết hữu dụng kỳ vọng. Theo đó, nếu như mức hữu dụng được đo lường bằng mức tài sản thì giá trị lại được đo lường

bằng việc được và mất so với một điểm tham chiếu. Trên cơ sở nghiên cứu các thí nghiệm trong lý thuyết triển vọng, Ackert và Deaves (2010) đã khái quát các điểm chính khi đề cập đến lý thuyết triển vọng:

- Ba khía cạnh quan trọng trong hành vi quan sát được đó là: e ngại rủi ro và tìm kiếm rủi ro; lời và lỗ được định nghĩa so với một điểm tham chiếu; lỗ tác động mạnh hơn lời (con người 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 xác suất nhỏ để lý giải hành vi vừa thích rủi ro vừa e ngại rủi ro của con người.
- Lý thuyết triển vọng tích hợp (Kahneman và Tversky, 1992) là 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 xác 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.

Tóm lại, lý thuyết triển vọng sẽ là cơ sở để giải thích cho cơ chế tác động của những hành vi, thái độ của các chủ DN/Giám đốc đến các quyết định của DN mà cụ thể trong nghiên cứu này là đầu tư của DN.

2.1.3. Sự tự tin, lạc quan của chủ DN/Giám đốc đối với đầu tư của DN

Theo Ackert và Deaves (2010), ban đầu thì các lý giải hành vi cho các quyết định tài chính dựa trên lý thuyết triển vọng của Kahneman và Tversky (1979, 1992) chủ yếu nằm ở lĩnh vực ra quyết định lựa chọn của các nhà đầu tư cá nhân. Tuy nhiên, về sau thì các nhà nghiên cứu bắt đầu chú ý nhiều hơn đến các quyết định dưới mức tối ưu của các nhà quản lý DN và chủ DN (Fairchild, 2010) và trọng tâm của chủ đề này là nghiên cứu tác động của tâm lý quá tự tin đến các quyết định tài chính của CEO. Statman và Tyebeej (1985) theo sau cũng đưa yếu tố sự lạc quan tự tin vào nghiên cứu của mình và phát hiện rằng đây là một đặc tính của CEO.

Kết quả lược khảo một số nghiên cứu cho thấy các CEO có tâm lý quá tự tin (biểu hiện qua việc phóng đại sự hiểu biết của bản thân, cho rằng bản thân tốt hơn trung bình và có thể kiểm soát tình hình tốt hơn thực tế họ làm được) hoặc lạc quan quá mức (đánh giá cao xác suất của các kết quả thuận lợi) bình quân sẽ đầu tư nhiều hơn những nhà quản lý DN khác (đầu tư quá mức). Những CEO này thường đánh giá cao khả năng sinh lợi từ các dự án họ đã đầu tư, lạc quan về môi trường đầu tư, kết quả kinh doanh trong tương lai nên họ sẽ tiến hành đầu tư nhiều hơn với kỳ vọng thu được lợi nhuận nhiều hơn trong tương lai từ những dự án. Ngoài ra, các CEO này cũng thường cho rằng hiện thị trường đang định giá thấp cổ phiếu công ty của họ trong khi đáng lý giá cổ phiếu phải cao hơn nên các CEO này sẽ ưu tiên sử dụng nguồn tiền nội bộ để tài trợ cho các dự án đầu tư chứ không huy động thêm từ bên ngoài. Bên cạnh các nghiên cứu về tác động của tâm lý quá tự tin, lạc quan của CEO đến đầu tư của DN, một loạt các nghiên cứu khác đã cho thấy yếu tố vốn con người cũng có ảnh hưởng đến đầu tư của DN. Các đặc tính cá nhân của CEO như giới tính, tuổi, kinh nghiệm, trình độ học vấn,... sẽ ảnh hưởng đến các quyết định đầu tư của CEO (Barker và Mueller, 2002; Friedman, 2007; Lê Khương Ninh và cộng sự, 2007; Abdel - Khalik, 2014; Kafayat, 2014).

Bên cạnh đó, các yếu tố khác của chủ DN/Giám đốc tác động đến đầu tư DN như: Giới tính, Tuổi, Học vấn, Kinh nghiệm, Các mối quan hệ của CEO. Các yếu tố này cũng được xem xét trong mô hình nghiên cứu này.

2.2. Nghiên cứu trước có liên quan

Gervais, Heaton và Odean (2002) cho thấy các nhà quản lý tự tin quá mức đánh giá thấp rủi ro của những dự án tiềm năng và do đó ít có khả năng trì hoãn quyết định thực hiện. Các quản lý lạc quan, cũng thực hiện dự án một cách nhanh chóng. Như vậy những nhà quản lý quá tự tin hay lạc quan ở mức vừa phải (moderately) đưa ra quyết định vì lợi ích của các cổ đông tốt hơn so với các nhà quản lý hợp lý. Các quản lý quá tự tin hay lạc quan

một cách thái quá có thể quá háo hức thực hiện dự án.

Malmendier và Tate (2005) cho rằng sự tự tin của các nhà quản lý có thể ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của DN. Kết quả nghiên cứu cho thấy dòng tiền và sự tự tin của CEO có tác động dương rất mạnh đến đầu tư của DN. Ngoài ra, nghiên cứu còn cho thấy khi đứng trước các cơ hội đầu tư và nếu cùng sở hữu một nguồn vốn nội bộ như nhau thì những CEO tự tin quá mức sẽ có xu hướng đầu tư nhiều hơn so với các CEO khác.

Ben-David và cộng sự (2007) đã đo lường trực tiếp cả sự tự tin quá mức và sự lạc quan của một số lượng lớn nhà điều hành hàng đầu ở Mỹ. Nghiên cứu tìm thấy một mối quan hệ cùng chiều giữa việc tự tin quá mức của các nhà quản lý và cơ cấu tài chính: công ty với CFO tự tin quá mức đầu tư nhiều hơn, có đòn bẩy nợ cao hơn, chi trả cổ tức ít hơn, phụ thuộc nợ dài hạn nhiều hơn ngắn hạn, tham gia vào các hoạt động thời điểm thị trường, và tiến hành các khoản tiền thưởng dựa trên hiệu suất. Ngoài ra, họ mua lại nhiều cổ phiếu hơn sau khi giá cổ phiếu giảm, nhưng phát hành cổ phiếu ít hơn sau khi giá tăng. Cuối cùng, công ty có CFO quá tự tin thực hiện nhiều vụ mua lại hơn, nhưng phản ứng thị trường với các vụ mua lại của họ lại tiêu cực.

Glaser và cộng sự (2008), tác giả tìm hiểu về mối quan hệ giữa đầu tư của DN với sự lạc quan của CEO. Kết quả nghiên cứu cho thấy các CEO thường lạc quan và DN được quản lý bởi các CEO lạc quan thường đầu tư nhiều hơn các DN khác. Hơn nữa, tác động của dòng tiền đối với đầu tư là mạnh hơn đối với các DN được quản lý bởi CEO lạc quan và kết quả này càng vững hơn đối với trường hợp các DN bị hạn chế tài chính.

Wang và cộng sự (2008) cho rằng sự tự tin quá mức của các CEO có thể giải thích cho những biến dạng, méo mó trong hoạt động đầu tư của DN. Những CEO tự tin quá mức thường đánh giá cao các dự án mà họ đầu tư nên họ sẽ đầu tư rất nhiều nếu DN có nguồn tài trợ dồi dào.

Eichholtz và Yönder (2014) nghiên cứu về tác động của sự tự tin đến hành động đầu tư trong lĩnh vực bất động sản. Kết quả nghiên cứu cho thấy những DN dồi dào tiền mặt và có nhiều cơ hội đầu tư (đo lường bằng Tobin's Q,) sẽ đầu tư bình quân nhiều hơn các DN khác. Những DN có CEO tự tin quá mức sẽ có xu hướng đầu tư nhiều hơn, biến tương tác giữa sự tự tin của CEO và dòng tiền trong DN cũng mang dấu dương và có ý nghĩa về mặt thống kê. Ngoài ra, kết quả hồi quy còn cho thấy những DN hoạt động lâu năm có xu hướng đầu tư ít hơn các DN còn trẻ.

Nguyễn Ngọc Định (2015) đã sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống của 159 quan sát tại các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008 - 2012. Kết quả nghiên cứu cho thấy: (1) Sự phụ thuộc đầu tư vào dòng tiền tăng khi có hành vi tự tin quá mức trong quản lý 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 DN. Bên cạnh đó, tác giả đã không tìm thấy bằng chứng cho các hiệu ứng tự tin quá mức/điều kiện tài chính/phát triển tài chính trong các công ty lớn, trong khi các hiệu ứng đó ở các công ty nhỏ là mạnh.

Trên cơ sở lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan đến vấn đề nghiên cứu, nghiên cứu này cũng kế thừa kết quả nghiên cứu của các nghiên cứu thực nghiệm trên để làm cơ sở cho nghiên cứu của mình và tập trung vào sự tự tin của chủ DN/Giám đốc đến đầu tư DN mà ít có nghiên cứu ở Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích định lượng với hồi quy Logit để xem xét ảnh hưởng của chủ DN/Giám đốc đến quyết định đầu tư của DN (DN có đầu tư hay không).

3.1. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở các lý thuyết và các nghiên cứu trong và ngoài nước có liên quan, mô hình nghiên cứu hồi quy Binary Logistic về sự

tự tin của chủ DN/Giám đốc đối với đầu tư của DN được đề xuất như sau:

$INVEST_i = f(\text{Sự tự tin của chủ DN/Giám đốc, các biến khác})$

Trong đó: INVEST: Biến phụ thuộc (là biến nhị phân, nhận 2 giá trị. Giá trị 1 nếu DN quyết định đầu tư; và giá trị 0: DN không quyết định đầu tư)

Tập hợp các biến độc lập: nhóm biến về sự tự tin của chủ DN/Giám đốc, các biến khác, gồm nhóm biến về các đặc tính của chủ DN/Giám đốc, các đặc tính của DN bao gồm:

(i) Sự tự tin của chủ DN/Giám đốc

OPPOR: Mang giá trị 1 nếu chủ DN/Giám đốc cho rằng hiện nay DN có nhiều cơ hội đầu tư, ngược lại mang giá trị 0. RISK: Mang giá trị 1 nếu chủ DN/Giám đốc nhận định hiện nay có rủi ro, ngược lại mang giá trị 0. ENVIRON: Mang giá trị 1 nếu chủ DN/Giám đốc cho rằng môi trường đầu tư ở tỉnh hiện nay là tốt, ngược lại mang giá trị 0. FUTUREDIFFI: Mang giá trị 1 nếu chủ DN/Giám đốc cho rằng trong tương lai DN sẽ gặp khó khăn (sự bi quan của chủ DN/Giám đốc), ngược lại là 0. FUTUREINVEST: Mang giá trị 1 nếu chủ DN/Giám đốc lạc quan trong tương lai DN sẽ tiếp tục đầu tư, ngược lại mang giá trị 0. FUTUREENVIRON: Mang giá trị 1 nếu chủ DN/Giám đốc lạc quan về môi trường đầu tư của tỉnh sẽ cải thiện trong tương lai, ngược lại mang giá trị 0.

(ii) Các đặc tính của chủ DN/Giám đốc (vốn con người)

GENDER: Giới tính của chủ DN/Giám đốc (1 nếu giới tính của chủ DN/Giám đốc là nam; 0 là ngược lại). AGE: Tuổi của chủ DN/Giám đốc. MARRIAGE: Tình trạng hôn nhân của chủ DN/Giám đốc (Nếu chủ DN/Giám đốc đã kết hôn nhận giá trị là 1; ngược lại nhận giá trị là 0). EDU: Trình độ học vấn của chủ DN/Giám đốc (1 là chưa tốt nghiệp THPT, 2 là đã tốt nghiệp THPT, 3 là trung cấp, 4 là cao đẳng, 5 là đại học, và 6 là sau đại học). FIELD: Chuyên môn của chủ DN/Giám đốc (Đây là biến nhị phân cho các ngành, cụ thể: Nếu chuyên môn của chủ DN/Giám đốc là ngành Quản trị kinh doanh

nhận giá trị là 1, ngược lại nhận giá trị là 0; Tương tự, cho các biến giả là ngành Kế toán; ngành Luật; ngành Tài chính ngân hàng; ngành Kinh tế học; ngành Xây dựng; ngành Kỹ thuật và chuyên ngành khác). EXPERIENCE: Số năm kinh nghiệm quản lý của chủ DN/Giám đốc trong cùng lĩnh vực/ngành nghề kinh doanh. RELATIVE: Mang giá trị 1 nếu chủ DN/Giám đốc có người thân là chủ DN/Giám đốc ở DN khác, ngược lại mang giá trị 0. RELATIVEPOSI: Mang giá trị 1 nếu chủ DN/Giám đốc có người thân là lãnh đạo trong Ngân hàng hoặc Tổ chức tài chính, ngược lại mang giá trị 0. CONTRI: Tỷ lệ góp vốn của chủ DN/Giám đốc vào tổng vốn chủ sở hữu DN.

(iii) *Đặc tính của DN*

TYPE: Hình thức sở hữu DN (1: nếu DN có nhiều người cùng sở hữu; 0: nếu DN có một người sở hữu). LABOR: Số lao động trong DN để đo lường quy mô DN (Đơn vị tính: người). DEBT: Nợ phải trả của DN i trong năm (Đơn vị tính: Tỷ đồng). EXPORT: Mang giá trị 1 nếu DN có xuất khẩu, ngược lại mang giá trị 0. ROA: Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (Lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản). LOANDIFFI: Khả năng tiếp cận vốn vay (1: nếu DN gặp khó khăn trong việc vay vốn; 0: không gặp khó khăn trong việc vay vốn). ROS: Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu (Lợi nhuận sau thuế trên tổng doanh thu).

Bảng 1. Tổng hợp các biến giải thích và dấu kỳ vọng trong mô hình

Số TT	Các biến giải thích	Kỳ vọng dấu	Cơ sở kỳ vọng dấu
1	Sự tự tin của chủ DN/Giám đốc		
	Sự tự tin vào cơ hội đầu tư	+	Malmendier và Tate (2005), Ben-David và ctg (2007), Friedman (2007), Glaser và ctg (2008), Wang và ctg (2008), Graham và ctg (2009), Campbell và ctg (2011), Huang và ctg (2011), Chen và Lin (2012), Lê Khương Ninh và Huỳnh Hữu Thọ (2014), Nguyễn Ngọc Định (2015).
	Thái độ với rủi ro	+	
	Sự tin tưởng vào cơ hội đầu tư trong tương lai; và Sự tin tưởng vào môi trường đầu tư trong tương lai	+	
2	Các đặc tính của chủ DN/Giám đốc (vốn con người)		
	Giới tính	+	Arch (1993), Barber và Odean (2001)
	Tuổi	-	Bertrand và Schoar (2003), Forbes (2005)
	Tình trạng hôn nhân	+	
	Học vấn	+	Bertrand và Schoar (2003), Barroso và cộng sự (2011), Dalziel và cộng sự (2011)
	Chuyên môn	Có tác động	
	Kinh nghiệm	+	Barker và Mueller (2002), Sriyani (2010), Graham và cộng sự (2011), Graham và cộng sự (2013), Abdel-Khalik (2014), Kafayat (2014)

Số TT	Các biến giải thích	Kỳ vọng dấu	Cơ sở kỳ vọng dấu
	Các mối quan hệ của chủ DN/Giám đốc	+	Duchesneau và Gartner (1988)
	Tỷ lệ góp vốn	-	Barker và Mueller (2002)
3	<i>Đặc tính của DN</i>		
	Hình thức sở hữu	-	Badertscher và cộng sự (2013), Chen và cộng sự (2014)
	Quy mô	+	Bernanke và Gilchrist (1996), Budina và cộng sự (2000)
	Nợ	-	Harris và ctg (1994), Mills và ctg (1995), Aivazian và ctg (2005), Badertscher và ctg (2013), Kannadhasan (2014)
	Xuất khẩu	+	Braga và Willmore (1991)
	Khả năng tiếp cận vốn	+	
	Hiệu quả hoạt động (đo bằng ROA và ROS)	+	Gunning và Mengistae (2001), Abuka và ctg (2006), Lê Khương Ninh và ctg (2007), Lê Khương Ninh và ctg (2008), Ruiz-Porras và Lopez-Mateo (2011)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Đối tượng và phạm vi điều tra: Là các chủ DN/Giám đốc của các DN đang hoạt động trong phạm vi 13 tỉnh, thành phố vùng ĐBSCL. Thời điểm khảo sát là năm 2015.

Căn cứ vào danh sách DN được quản lý bởi Phòng đăng ký kinh doanh ở các Sở Kế hoạch và Đầu tư của 13 tỉnh, thành phố vùng ĐBSCL, chọn ngẫu nhiên ra 390 DN và tiến hành liên hệ với các DN này để khảo sát. Người trả lời bằng câu hỏi là chủ hoặc Giám

đốc DN để đảm bảo thu thập đủ và đúng các thông tin cần thiết cho việc nghiên cứu. Kết quả khảo sát trực tiếp 390 DN ở 13 tỉnh, thành phố khu vực ĐBSCL bằng bảng câu hỏi và thu về được 211 phiếu đạt yêu cầu. Các phiếu đạt yêu cầu phải đảm bảo hai nội dung đó là phải do chủ hoặc Giám đốc DN trả lời và phải trả lời đầy đủ các câu hỏi trong phiếu khảo sát DN.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Mô tả mẫu nghiên cứu

Bảng 2. Thống kê các biến định lượng của DN trong mẫu nghiên cứu

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Lao động	211	42.805	63.949	1.00	395
Tổng tài sản	211	18.035	34.005	0.00	196
Doanh thu	211	28.515	62.942	0.00	375
Lợi nhuận	211	1.618	3.0551	0.00	18
Nợ	211	5.735	18.521	0.00	168
Vốn chủ sở hữu	211	12.285	21.068	0.01	150
ROA	211	0.159	0.295	0.00	3.00
ROS	211	0.142	0.185	0.00	1.50

Bình quân mỗi DN có 42 lao động, 18.03 tỷ đồng tổng tài sản. Doanh thu bình quân của các DN này trong năm 2014 là 28.51 tỷ đồng và lợi nhuận bình quân là 1.61 tỷ đồng. Khoảng 50% DN trong mẫu nghiên cứu hiện đang có nợ vay và đa phần là các khoản nợ ngắn hạn, bình quân mỗi DN trong mẫu nghiên cứu nợ 5.7 tỷ đồng. Vốn chủ sở hữu bình quân của một DN trong mẫu nghiên cứu là 12.28 tỷ đồng và có đến 94.79% DN có nguồn vốn là vốn tư nhân. Một số chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh như ROA, ROS bình quân của các DN lần lượt là 15.93% và 14.23%.

Theo như kết quả khảo sát các chủ DN/Giám đốc, có 153 chủ DN/Giám đốc (chiếm 72.51%) nhận định rằng hiện nay DN có nhiều cơ hội để đầu tư và cho rằng những khoản đầu tư hiện nay của DN họ đang quản lý là hiệu quả, 127 chủ DN/Giám đốc (chiếm 60.19%) đánh giá môi trường đầu tư hiện nay ở tỉnh là tốt và 166 chủ DN/Giám đốc (chiếm 78.67%) quan ngại về đầu tư hiện nay sẽ nhiều rủi ro so với trước.

Cũng theo như kết quả khảo sát, 147 chủ DN/Giám đốc (chiếm 69.67%) cho rằng trong tương lai (1 - 3 năm) DN của họ sẽ gặp khó khăn, 130 chủ DN/Giám đốc (chiếm 61.61%) vẫn sẽ tiếp tục đầu tư mới hoặc đầu tư mở rộng trong tương lai gần (1 - 2 năm) và 151 chủ DN/Giám đốc (chiếm 71.56%) kỳ vọng rằng trong tương lai gần (1 - 2 năm) thì môi trường đầu tư của tỉnh sẽ tốt hơn.

Khi so sánh số vốn đầu tư của các DN có chủ DN/Giám đốc nhận định khác nhau về các tình huống được đưa ra trong bảng câu hỏi thì có thể nhận thấy, những DN có chủ DN/Giám đốc nhận định rằng DN hiện nay có nhiều cơ hội để đầu tư sẽ đầu tư nhiều hơn các DN còn lại (2.41 tỷ đồng so với 0.4 tỷ đồng). Những chủ DN/Giám đốc cho rằng các khoản đầu tư của DN hiện nay là hiệu quả cũng đầu tư bình quân nhiều hơn các chủ DN/Giám đốc khác

(2.48 tỷ đồng so với 0.23 tỷ đồng). Với nhận định về môi trường đầu tư ở tỉnh thì các chủ DN/Giám đốc cho rằng môi trường đầu tư ở tỉnh là tốt sẽ đầu tư bình quân 2.47 tỷ đồng trong khi các chủ DN/Giám đốc nhận định môi trường đầu tư ở tỉnh không tốt cũng đã đầu tư bình quân 0.92 tỷ đồng. Ngoài ra, trong khảo sát này đã cho thấy có chênh lệch về số vốn đầu tư giữa các chủ DN/Giám đốc có nhận định khác nhau về rủi ro trong đầu tư hiện nay so với trước. Những chủ DN/Giám đốc cho rằng đầu tư hiện nay không rủi ro so với trước sẽ đầu tư bình quân 1.93 tỷ đồng trong khi những chủ DN/Giám đốc cho rằng đầu tư hiện nay có rủi ro so với trước chỉ đầu tư bình quân 1.57 tỷ đồng.

Những DN được quản lý bởi chủ DN/Giám đốc cho rằng trong tương lai DN sẽ gặp khó khăn có số vốn đầu tư bình quân là 2.15 tỷ đồng, cao hơn những DN được quản lý bởi chủ DN/Giám đốc cho rằng trong tương lai DN sẽ không gặp khó khăn (1.19 tỷ đồng). Bên cạnh đó, những chủ DN/Giám đốc cho rằng trong tương lai họ vẫn sẽ tiếp tục đầu tư thì số vốn đầu tư bình quân hiện tại của họ là 2.75 tỷ đồng trong khi số vốn đầu tư hiện tại của các DN được quản lý bởi những chủ DN/Giám đốc quyết định không đầu tư trong tương lai chỉ đạt 0.43 tỷ đồng (chênh lệch 2.32 tỷ đồng). Ngoài ra, những chủ DN/Giám đốc tin tưởng rằng môi trường đầu tư của tỉnh sẽ được cải thiện trong tương lai thì hiện tại cũng đầu tư nhiều hơn những chủ DN/Giám đốc cho rằng môi trường đầu tư sẽ không được cải thiện trong tương lai (2.21 tỷ đồng so với 0.96 tỷ đồng).

Dựa vào kết quả thống kê sơ bộ trên có thể nhận thấy những chủ DN/Giám đốc tự tin về kết quả đầu tư của mình, lạc quan về cơ hội đầu tư, môi trường sản xuất kinh doanh trong tương lai sẽ đầu tư bình quân nhiều hơn các DN khác. Bên cạnh đó, những chủ DN/Giám đốc có thái độ e ngại rủi ro sẽ đầu tư ít hơn. Bảng 3 tổng hợp tình hình này.

Bảng 3. Chênh lệch về số vốn đầu tư trong mẫu nghiên cứu

Đơn vị: Tỷ đồng

Nhận định	Đồng ý	Không đồng ý	Chênh lệch
DN có nhiều cơ hội đầu tư	2.41	0.4	2.01
Đầu tư hiện nay của DN là hiệu quả	2.48	0.23	2.25
Đầu tư hiện nay nhiều rủi ro hơn trước	1.57	1.93	-0.36
Môi trường đầu tư ở tỉnh là tốt	2.47	0.92	1.55
Trong tương lai DN sẽ gặp khó khăn	2.15	1.19	0.96
Trong tương lai DN sẽ tiếp tục đầu tư	2.75	0.43	2.32
Môi trường đầu tư của tỉnh sẽ được cải thiện	2.21	0.96	1.25

Nguồn: Kết quả khảo sát DN.

Khi xem xét sự khác biệt về hiệu quả hoạt động của các DN được quản lý bởi các nhóm chủ DN/Giám đốc được phân theo các nhận định nêu trên cho thấy, ROA của DN được quản lý bởi chủ DN/Giám đốc đánh giá cao môi trường đầu tư ở tỉnh hoặc cho rằng hiện nay DN có nhiều cơ hội để đầu tư, những đầu tư hiện nay của DN là hiệu quả sẽ cao hơn so với các DN khác. Bên cạnh đó, kết

quả thống kê cũng cho thấy những DN được quản lý bởi chủ DN/Giám đốc ít lo ngại về rủi ro sẽ đầu tư nhiều hơn các DN khác. Ngoài ra, những DN được quản lý bởi chủ DN/Giám đốc lạc quan về tương lai cũng có số vốn đầu tư bình quân cao hơn những DN được quản lý bởi chủ DN/Giám đốc kém lạc quan về tương lai (Bảng 4).

Bảng 4. Chênh lệch về hiệu quả hoạt động DN trong mẫu nghiên cứu

Đơn vị: %

Chỉ tiêu	Đồng ý	Không đồng ý	Chênh lệch
ROA			
DN có nhiều cơ hội đầu tư	0.17	0.11	0.06
Đầu tư hiện nay của DN là hiệu quả	0.18	0.11	0.07
Đầu tư hiện nay nhiều rủi ro hơn trước	0.15	0.18	-0.03
Môi trường đầu tư ở tỉnh là tốt	0.18	0.12	0.06
Trong tương lai DN sẽ gặp khó khăn	0.14	0.20	-0.06
Trong tương lai DN sẽ tiếp tục đầu tư	0.18	0.12	0.06
Môi trường đầu tư của tỉnh sẽ được cải thiện	0.18	0.11	0.07

4.2. Kết quả hồi quy

Trước khi tiến hành ước lượng các mô hình nghiên cứu đã được đề xuất, để đảm bảo kết quả ước lượng của mô hình đáng tin cậy thì vấn đề đa cộng tuyến trong mô hình phải

được giải quyết. Kết quả kiểm tra ma trận hệ số tương quan cho thấy hệ số tương quan của các cặp biến giải thích trong mô hình < 0.8 nên ta có thể kết luận vấn đề đa cộng tuyến trong mô hình không gây ra các hậu quả nghiêm

trọng và kết quả ước lượng của các hệ số hồi quy là đáng tin cậy.

Kết quả hồi quy Logit nhằm nghiên cứu sự tự tin của chủ DN/Giám đốc đối với đầu tư của DN có R^2 Nagelkerke = 0.514 cho

thấy 51.4% sự biến động của biến phụ thuộc (đầu tư của DN) được giải thích bởi các biến độc lập trong mô hình, còn lại được giải thích bởi các yếu tố khác, thể hiện trong Bảng 5.

Bảng 5. Khả năng giải thích của mô hình

-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
176.497	0.376	0.514

Khi xem xét khả năng dự báo của mô hình, kết quả cho thấy trong 132 DN không đầu tư, mô hình dự báo đúng 85.6% (113 DN không đầu tư). Đối với nhóm 77 DN có đầu tư, mô hình dự báo 52 DN sẽ đầu tư, tỷ lệ

đúng là 67.5%. Nhìn chung, khả năng dự báo chính xác của mô hình (đối với DN có đầu tư và DN không đầu tư) là 78.9%. Được tổng hợp trong Bảng 6.

Bảng 6. Khả năng dự báo của mô hình

Khảo sát (Observed)			Dự báo (Predicted)		
			Tình trạng đầu tư		Tỷ lệ % đúng
			Không đầu tư	Có đầu tư	
Step 1	Tình trạng đầu tư	Không đầu tư	113	19	85.6
		Có đầu tư	25	52	67.5
	Tỷ lệ % chung				78.9

Bảng 7. Kết quả hồi quy mô hình Logit

Các biến số	Hệ số β	Sai số chuẩn (S.E)	Wald	Sig.	Exp(B)
GENDER	0.180	0.529	0.116	0.733	1.198
AGE	-0.011	0.033	0.111	0.739	0.989
MARRIAGE	0.201	1.197	0.028	0.866	1.223
EDU	-0.359 **	0.180	3.987	0.046	0.698
FIELD1	0.390	0.625	0.390	0.532	1.477
FIELD2	-0.410	0.708	0.336	0.562	0.664
FIELD3	0.449	1.108	0.164	0.685	1.567
FIELD4	2.400 **	0.935	6.589	0.010	11.027

Các biến số	Hệ số β	Sai số chuẩn (S.E)	Wald	Sig.	Exp(B)
FIELD5	0.696	1.002	0.482	0.488	2.005
FIELD6	0.792	0.787	1.014	0.314	2.208
FIELD7	0.912	0.695	1.723	0.189	2.490
EXPERIENCE	0.082 **	0.035	5.449	0.020	1.085
RELATIVE	2.007 ***	0.468	18.374	0.000	7.438
RELATIVEPOSI	-0.781	0.687	1.292	0.256	0.458
CONTRI	-0.001	0.006	0.012	0.913	0.999
TYPE	-0.886 *	0.502	1.116	0.078	0.412
LABOR	0.008 **	0.004	4.259	0.039	1.008
DEBT	0.004	0.013	0.077	0.781	1.004
EXP	0.967 *	0.580	2.775	0.096	2.630
ROA	1.497 *	0.883	2.871	0.090	4.466
LOANDIFFI	0.700	0.439	2.544	0.111	2.014
ROS	-2.111	1.557	1.838	0.175	0.121
OPPOR	1.633 **	0.648	6.351	0.012	5.121
RISK	0.420	0.582	0.520	0.471	1.522
ENVIRON	0.588	0.623	0.889	0.346	1.800
FUTUREDIFFI	0.181	0.503	0.129	0.719	1.198
FUTUREINVEST	1.273 **	0.607	4.398	0.036	1.571
FUTUREENVIRON	-1.124	0.687	2.679	0.102	0.325
Constant	-3.866	2.416	2.562	0.109	0.021

Ghi chú: ***, ** và *: Có ý nghĩa thống kê lần lượt ở mức 1%, 5% và 10%.

Kết quả hồi quy Logit được trình bày trong Bảng 7 cho thấy:

Khi nghiên cứu về thái độ tự tin của các chủ DN/Giám đốc đến quyết định đầu tư của DN, kết quả hồi quy cho thấy hệ số hồi quy của hai biến số phản ánh thái độ tự tin của các chủ DN/Giám đốc là OPPOR (lạc quan về cơ

hội đầu tư hiện nay) và FUTUREINVEST (lạc quan về đầu tư của DN trong tương lai) đều mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Cụ thể, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, DN được điều hành bởi chủ DN/Giám đốc cho rằng DN có nhiều cơ hội đầu tư hoặc DN sẽ tiếp tục đầu tư trong tương

lai sẽ có khả năng đầu tư cao hơn các DN khác. Những chủ DN/Giám đốc quá tự tin này thường đánh giá cao khả năng sinh lợi từ các dự án họ đã đầu tư, lạc quan về môi trường đầu tư, kết quả kinh doanh trong tương lai nên họ sẽ tiến hành đầu tư nhiều hơn với kỳ vọng thu được lợi nhuận nhiều hơn trong tương lai từ những dự án. Kết quả nghiên cứu này cũng tương đồng với kết quả nghiên cứu của Lin và cộng sự (2005), Malmendier và Tate (2005), Ben - David và cộng sự (2007), Friedman (2007), Glaser và cộng sự (2008), Wang và cộng sự (2008), Graham và cộng sự (2009), Campbell và cộng sự (2011), Huang và cộng sự (2011), Lê Khương Ninh và Huỳnh Hữu Thọ (2014), Nguyễn Ngọc Định (2015) và đúng với kỳ vọng dấu ban đầu.

Ngoài ra, tuy đa phần các nghiên cứu đều cho thấy sự tự tin của chủ DN/Giám đốc có ảnh hưởng tích cực đến đầu tư của DN và hai biến số OPPOR, FUTUREINVEST trong mô hình nghiên cứu cũng đã ủng hộ kết quả trên nhưng các biến số khác đo lường sự tự tin, lạc quan của chủ DN/Giám đốc trong mô hình nghiên cứu như RISK, ENVIRON, FUTUREDIFFI, FUTUREENVIRON lại không có ý nghĩa về mặt thống kê. Có thể nhận thấy hai biến số đo lường sự tự tin của chủ DN/Giám đốc thông qua nhận định của họ về môi trường đầu tư ở tỉnh đều không có ý nghĩa về mặt thống kê. Lý giải cho vấn đề này có thể là do chủ DN/Giám đốc có phần vị nể địa phương mà DN mình đang hoạt động nên kết quả chưa thể hiện được thái độ của họ lúc trả lời các câu hỏi này. Bên cạnh đó, hệ số hồi quy của biến RISK và FUTUREDIFFI không có ý nghĩa về mặt thống kê có thể được lý giải là bởi vì các chủ DN/Giám đốc lạc quan mặc dù tự tin khi đối mặt với rủi ro, khó khăn trong kinh doanh nhưng đây là những yếu tố có thể gây hại cho DN nên họ cũng rất cân nhắc khi đưa ra quyết định đầu tư. Bên cạnh đó thì kết quả thống kê mô tả bên trên cũng cho thấy chênh lệch về vốn đầu tư của hai nhóm chủ DN/Giám đốc có thái độ khác nhau về rủi ro và khó khăn trong kinh doanh cũng ít có khác biệt đã củng cố thêm cho kết quả hồi quy này.

Các biến khác có tác động đến đầu tư của DN như:

Biến EDU (trình độ của chủ DN/Giám đốc) mang dấu âm và có ý nghĩa về mặt thống kê nên trình độ học vấn của chủ DN/Giám đốc càng cao thì khả năng đầu tư của DN càng thấp. Nếu trình độ học vấn của chủ DN/Giám đốc tăng thì khả năng đầu tư của DN sẽ giảm (trong điều kiện các yếu tố khác không đổi). Mặc dù kết quả nghiên cứu này không đúng với kỳ vọng ban đầu cũng như không tương đồng với các nghiên cứu của Bertrand và Schoar (2003), Barroso và cộng sự (2011), Dalziel và cộng sự (2011), Lin và cộng sự (2011) nhưng trong nghiên cứu của Lê Khương Ninh và Huỳnh Hữu Thọ (2014).

Biến FIELD4 (chuyên môn của chủ DN/Giám đốc trong lĩnh vực tài chính ngân hàng) mang dấu dương và có ý nghĩa về mặt thống kê cho thấy bình quân các DN có chủ DN/Giám đốc có trình độ chuyên môn trong lĩnh vực tài chính ngân hàng sẽ có khả năng đầu tư nhiều hơn các DN khác (trong điều kiện các yếu tố khác không đổi). Kết quả này cũng khá tương đồng với nghiên cứu của Barker và Mueller (2002) khi hai tác giả này nghiên cứu về chuyên môn của CEO ảnh hưởng đến đầu tư cho R&D của DN.

Biến EXPERIENCE (Kinh nghiệm của chủ DN/Giám đốc) có hệ số hồi quy mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê, dấu của hệ số hồi quy cũng đúng với kỳ vọng ban đầu và tương đồng với kết quả nghiên cứu của Barker và Mueller (2002), Sriyani (2010), Graham và cộng sự (2011), Cimerova (2012), Graham và cộng sự (2013), Kafayat (2014), Abdel - Khalik (2014).

Biến RELATIVE (Chủ DN/Giám đốc có người thân là chủ DN/Giám đốc ở DN khác) mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê cho thấy nếu chủ DN/Giám đốc của DN có người thân cũng đồng thời là chủ DN khác thì DN sẽ có khả năng đầu tư cao hơn so với những DN có chủ DN/Giám đốc không có người thân là chủ DN.

Biến TYPE (Hình thức sở hữu DN) mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê cho thấy những DN có nhiều người sở hữu thường ít đầu tư

hơn những DN chỉ một người sở hữu. Kết quả này cũng tương đồng với nghiên cứu của Badertscher và cộng sự (2013), Chen và cộng sự (2014) và đúng với kỳ vọng đầu ban đầu.

Biến LABOR (Quy mô DN theo lao động) có hệ số hồi quy mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê cho thấy qui mô (cụ thể được đo lường thông qua số lao động) sẽ ảnh hưởng tích cực đến khả năng đầu tư của DN.

Biến EXP (DN có xuất khẩu) mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê cho thấy những DN có xuất khẩu có khả năng đầu tư cao hơn các DN không xuất khẩu (trong điều kiện các yếu tố khác không đổi). Việc xuất khẩu có tác động tích cực đến đầu tư đã được kiểm chứng qua nghiên cứu của Braga và Willmore (1991) và phù hợp với kỳ vọng ban đầu.

Biến ROA (Hiệu quả hoạt động của DN) mang dấu dương và có ý nghĩa về mặt thống kê thể hiện rằng hiệu quả hoạt động của DN là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của DN. Kết quả nghiên cứu này cũng đúng với kỳ vọng đầu ban đầu và tương đồng với kết quả của một số nghiên cứu trong và ngoài nước như Lê Khương Ninh và cộng sự (2007), Lê Khương Ninh và cộng sự (2008), Gunning và Mengistae (2001), Abuka và cộng sự (2006), Ruiz-Porras và Lopez-Mateo (2011).

5. Kết luận

Với mục tiêu đã đặt ra là nghiên cứu về sự

tự tin của chủ DN/Giám đốc đối với đầu tư của DN, dựa trên dữ liệu khảo sát DN ở khu vực ĐBSCL được thu thập bằng bảng câu hỏi được thiết kế sẵn, chuyên đề sử dụng phương pháp hồi quy Logit đa biến để ước lượng vai trò của chủ DN/Giám đốc đối với quyết định đầu tư của DN.

Kết quả nghiên cứu đã cho thấy những DN được điều hành bởi các chủ DN/Giám đốc tự tin sẽ có khả năng đầu tư cao hơn những DN được điều hành bởi các chủ DN/Giám đốc ít tự tin. Ngoài ra, trình độ học vấn của chủ DN/Giám đốc sẽ có tác động âm với quyết định đầu tư của DN, những chủ DN/Giám đốc có chuyên môn về tài chính ngân hàng có khả năng đưa ra quyết định đầu tư cao hơn các chủ DN/Giám đốc khác. Mặt khác, kinh nghiệm của chủ DN/Giám đốc cũng là một yếu tố ảnh hưởng tích cực đến đầu tư của DN và những DN có chủ DN/Giám đốc có người thân là chủ DN/Giám đốc DN khác có khả năng đầu tư cao hơn những DN có chủ DN/Giám đốc không có người thân là chủ DN/Giám đốc. Bên cạnh việc chỉ ra một số đặc điểm cũng như thái độ quá tự tin của chủ DN/Giám đốc sẽ có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của DN, kết quả nghiên cứu còn cho thấy hình thức sở hữu DN, quy mô lao động, tình trạng xuất khẩu và tỷ suất lợi nhuận/tổng tài sản cũng là những yếu tố có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của DN.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Ackert, Lucy F. và Richard Deaves (2010). *Tài chính hành vi: tâm lý học, ra quyết định, và thị trường*. Dịch từ tiếng Anh. Người dịch Lê Đạt Chí, Trần Thị Hải Lý, Hoàng Thị Phương Thảo, Phạm Dương Phương Thảo 2013, TP. HCM: NXB Kinh tế, 2010.
- Lê Khương Ninh, và những tác giả khác (2008). Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp ngoài quốc doanh ở Kiên Giang. *Tạp chí Khoa học* 9 (2008): 103-112.
- Lê Khương Ninh, Phan Anh Tú, Phạm Lê Thông, Lê Tấn Nghiêm và Huỳnh Việt Khải (2007). Yếu tố quyết định đến đầu tư của doanh nghiệp ngoài quốc doanh Đồng bằng sông Cửu Long. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế* 4 (2007): 47-55.
- Nguyễn Đức Hiền (2013). Tài liệu nghiên cứu về Tài chính hành vi. *Viện Ngân hàng - Tài chính, Đại học KTQD*.

- Nguyễn Ngọc Định (2015). Hành vi của nhà quản lý và hoạt động đầu tư tại các doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Phát triển & Hội nhập* 21.31.
- Abdel-Khalik, A. Rashad (2014). CEO Risk Preference and Investing in R&D. *ABACUS* 50.3.
- Aivazian, Varouj A., Ying Ge and Jiaping Qiu (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance* 11 (2005): 277 - 291.
- Arch, E. C (1993). Risk-taking: A motivational basis for sex differences. *Psychological Reports* 73: 3-11.
- Barber, B. M. and T. Odean. Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment (2001). *Quarterly journal of Economics* 116: 261 - 292.
- Barker, Vincent L. and George C. Mueller (2002). CEO Characteristics and Firm R&D Spending. *Management Science* 48.6: 782 - 801.
- Ben-David, Itzhak, John R. Graham and Campbell R. Harvey (2007). Managerial Overconfidence and Corporate Policies. *NBER Working Paper* 13711.
- Bernard, A. B. and J. B. Jensen (1999). Exceptional exporter performance: cause, effect, or both? *Journal of international economics* 47.1: 1-25.
- Braga, Helson and Larry Willmore (1991). Technological Imports and Technological Effort: An Analysis of Their Determinants in Brazilian Firms. *Journal of Industrial Economics* 39.4: 421 - 432.
- Budina, Nina, Harry Garretsen and Eelke de Jong (2000). Liquidity constraints and investment in transition economies - the case of Bulgaria. *World Bank Policy Research Working Paper Series* 2278.
- Campbell, T. Colin, et al (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics* 101.3: 695 - 712.
- Chen, I-Ju and Shin-Hung Lin (2013). Managerial Optimism, Investment Efficiency, and Firm Valuation. *Multinational Finance Journal* 17.3.
- Chen, I-Ju and Shin-Hung Lin (2012). "Will managerial optimism affect the investment efficiency of a firm?" *Procedia Economics and Finance* 2: 73 - 80.
- Dalziel, T., Gentry, R. J., & Bowerman, M. (2011). An integrated agency-resource dependence view of the influence of directors' human and relational capital on firms' R&D spending. *Journal of Management Studies* 48: 1217-1242.
- Duchesneau, D. A. and W. B. Gartner (1990). A profile of new venture success and failure in an emerging industry. *Journal of business venturing* 5: 297 - 312.
- Eichholtz, Piet and Erkan Yonder (2014). CEO Overconfidence, REIT Investment. *Real Estate Economics* 41.1.
- Elster, J (1998). Emotions and economic theory. *Journal of economic literature* 36: 47 - 74.
- Fairchild, R (2010). Behavioural corporate finance: Existing research and future directions. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance* 1: 277 - 293.

- Forbes, D. P (20085). Are some entrepreneurs more overconfident than others? *Journal of Business Venturing* 20: 623 - 640.
- Friedman, Henry (2007). Does Overconfidence Affect Entrepreneurial Investment? *Wharton Research Scholars Journal* 42..
- Gervais, Simon, J. B. Heaton and Terrance Odean (2002). The Positive Role of Overconfidence and Optimism In Investment Policy. *Working Paper, University of California*.
- Gilovich, T., D. Griffin and D. Kahneman (2002). *Heuristics and biases: The psychology of intuitive judgment*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Glaser, M. and M. Weber (2007). Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review* 32: 1-36.
- Graham, John R., Campbell R. Harvey and Hai Huang (2009). Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias. *Management Science* 55: 1094 - 1106.
- Graham, John R., Campbell R. Harvey and Manju Puri (2011). Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms. *NBER Working Paper No. 17370*.
- Graham, John R., Campbell R. Harvey and Manju Puri (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics* 109.1: 103 - 121.
- Gunning, J. W. and T. Mengistae (2001). Determinants of African Manufacturing Investment: The Microeconomic Evidence. *Journal of African Economies* 10.2: 48 - 80.
- Harris, John R, Fabio Schiantarelli and Miranda G Siregar (1994). The Effect of Financial Liberalization on the Capital Structure and Investment Decisions of Indonesian Manufacturing Establishments." *World Bank Economic Review, World Bank Group, vol. 8(1)*: 17 - 47.
- Isaksen, E. J (2006). Early Business Performance: Initial factors affecting new business outcomes. PhD series, *Bodo Graduate School of Business, Norway* 6.
- Kafayat, Atif (2014). Interrelationship of biases: effect investment decisions ultimately. *Theoretical and Applied Economics* 21.6: 85 - 110.
- Kahneman, D. and A. Tversky (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and uncertainty* 5: 297 - 323.
- Kahneman, D. and A. Tversky (1979). Prospect theory: An analysis of decision making under risk. *Econometrica* 47.2: 263-291.
- Kahneman, Daniel, Paul Slovic and Amos Tversky (1982). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. UK: Cambridge University Press.
- Kahraman, C (2011). Investment decision making under fuzziness. *Journal of Enterprise Information Management* 24.2: 126-129.
- Loftus, E. F (2003). Make-believe memories. *American Psychologist* 58: 867-873.
- Malmendier, Ulrike and Geoffrey Tate (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance* 60.6 (2005a).

-
- Mills, Karen, Steven Morling and Warren Tease (1995). The Influence of Financial Factors on Corporate Investment. *Australian Economic Review* 28.2: 50 - 64.
- Plous, S (1993). *The psychology of judgment and decision making*. New York: McGraw-Hill.
- Sriyani, G.T.Wasantha (2010). Human Capital and its Impact on Small Firm Success. Proceedings of the 7th Academic Sessions, University of Ruhuna, Sri Lanka.
- Statman, M and T. T. Tyebjee (1985). Optimus capital budgeting forecast: an experiment. *Financial Management* 14: 27 - 33.
- Tarde, Gabriel (1902). *Psychologie économique*. Paris: F. Alcan.
- Thomas, D. L. and E. Diener (1990). Memory accuracy in the recall of emotions. *Journal of Personality and Social Psychology* 59: 291 - 297.
- Wang, Xia, Min Zhang and F. Yu (2008). CEO Overconfidence and Distortions of Firms' Investment: Some Empirical Evidence from China. *NaKai Business Review* 2: 77 - 83.