

Nghiên cứu hành vi quá tự tin của nhà quản trị, điều kiện tài chính và phát triển tài chính tác động lên đầu tư doanh nghiệp tại Việt Nam

LÊ ĐẠT CHÍ

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - Email: ledatchi@yahoo.com

Ngày nhận:

04/05/2015

Ngày nhận lại:

30/05/2015

Ngày duyệt đăng:

01/06/2015

Mã số:

0515-G02-V04

Tóm tắt

Nghiên cứu này xem xét hành vi quá tự tin của nhà quản trị, điều kiện tài chính và phát triển tài chính tác động như thế nào lên chi tiêu đầu tư của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán VN, giai đoạn 2008–2013. Kết quả ước lượng bằng GMM hệ thống (SGMM) từ mô hình đầu tư động phi tuyến tính cho thấy sự quá tự tin của nhà quản trị, điều kiện tài chính và phát triển tài chính ở VN có tác động lên đầu tư doanh nghiệp thông qua hai kênh trực tiếp và gián tiếp. Cụ thể, hành vi quá tự tin của nhà quản trị tác động trực tiếp làm gia tăng đầu tư doanh nghiệp, còn điều kiện tài chính và phát triển tài chính tác động gián tiếp thông qua việc làm tăng độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền (ISCF) đối với các công ty có dòng tiền nội bộ âm. Các hiệu ứng ảnh hưởng này thể hiện mạnh mẽ trong các công ty có quy mô tài sản nhỏ, trong khi bằng chứng tại các công ty có quy mô tài sản lớn lại cho thấy hiệu ứng ảnh hưởng yếu hơn đáng kể.

Abstract

This study takes into account effects of CEO overconfidence, financial conditions, and financial development on corporate investment of non-financial enterprises listed on Vietnam's stock market during 2008–2013. The system generalized method of moments (SGMM) estimator, based on a nonlinear dynamic model, suggests that the impact is produced via the two direct and indirect channels. Particularly, the CEO overconfidence may enhance corporate investment by directly influencing it, whereas indirect impact of financial conditions and financial development is realized by greater investment sensitivity to cash flows (ISCF) as for those generating negative internal cash flow. Additionally, while the impact is more significant as for small-sized enterprises, large-sized ones, as shown by empirical evidence, witness less profound effects.

Từ khóa:

Hành vi quá tự tin của nhà quản trị, điều kiện tài chính, phát triển tài chính, độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền (ISCF), phi tuyến tính (không đơn điệu), GMM hệ thống (SGMM).

Keywords:

CEO overconfidence, financial conditions, financial development, Investment Sensitivity to cash flows (ISCF), nonlinear (non-monotonic), SGMM.

1. Giới thiệu

Dưới các giả định thị trường vốn hoàn hảo, lý thuyết nền tảng tài chính doanh nghiệp, Modigliani & Miller (1958) cho rằng đầu tư của một công ty chỉ phụ thuộc vào khả năng sinh lợi từ các cơ hội đầu tư. Trên thực tế, thị trường là không hoàn hảo, nhiều bằng chứng thực nghiệm chỉ ra rằng đầu tư còn phụ thuộc vào nguồn tài trợ nội bộ công ty. Nghiên cứu về mối quan hệ đầu tư - nguồn tài trợ nội bộ tập trung vào sự ảnh hưởng của các ràng buộc tài chính. Fazzari & cộng sự (1988) là những người đầu tiên xác nhận sự tồn tại của độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền (ISCF) như một thước đo ràng buộc tài chính. Cách hiện diện các điểm bất hoàn hảo của thị trường thông qua ISCF là một chủ đề gây tranh luận, điển hình bởi Kaplan & Zingales (1997). Tuy nhiên, nhiều bằng chứng thực nghiệm ủng hộ sự tồn tại của ISCF, nghĩa là có “sự phụ thuộc của đầu tư vào dòng tiền” (Hubbard, 1998; Lewellen & Lewellen, 2012; Hovakimian, 2009).

Ảnh hưởng của các yếu tố lên đầu tư doanh nghiệp trong một thị trường bất hoàn hảo có thể tiếp cận theo hai hướng: (1) Tác động trực tiếp lên mức độ đầu tư (thể hiện ảnh hưởng về cầu đầu tư và cơ hội tăng trưởng; và (2) Tác động gián tiếp qua ISCF (phản ánh ảnh hưởng liên quan đến các lựa chọn tài trợ). Ở phương diện yếu tố vĩ mô, Love (2003) phát hiện rằng phát triển tài chính sẽ làm giảm sự phụ thuộc đầu tư doanh nghiệp vào nguồn quỹ nội bộ, tức tác động gián tiếp đến đầu tư. Gần đây, Gochoco-Bautista & cộng sự (2014) tìm thấy bằng chứng về ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp qua ISCF của điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên đầu tư doanh nghiệp ở một số thị trường mới nổi châu Á. Ở phương diện tài chính hành vi, Heaton (2002) và Malmendier & Tate (2005a) đề xuất phân tích dựa trên yếu tố hành vi quá tự tin (lạc quan/định chuẩn sai) của nhà quản trị. Bằng chứng là hành vi quá tự tin có thể tác động trực tiếp dẫn đến đầu tư quá mức hoặc đầu tư đạt mức tối ưu, và tác động gián tiếp làm tăng ISCF.

Nghiên cứu này kết nối yếu tố tài chính vĩ mô và yếu tố tâm lý hành vi trong mối liên hệ với đầu tư doanh nghiệp thông qua một mô hình động phi tuyến tính nghiên cứu cho VN. Cụ thể, tác giả khám phá hai cơ chế mà qua đó hành vi quá tự tin của nhà quản trị, điều kiện tài chính và phát triển tài chính tác động lên đầu tư doanh nghiệp: (1) Tác động trực tiếp lên mức độ đầu tư; và (2) Tác động gián tiếp thông qua ISCF.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Độ nhạy cảm đầu tư theo dòng tiền (ISCF)

Dưới giả định thị trường vốn hoàn hảo của Modigliani & Miller (1958), quyết định đầu tư độc lập với chính sách tài trợ vì nguồn tài trợ bên ngoài là thay thế hoàn hảo cho nguồn tài trợ nội bộ. Tuy nhiên, trong điều kiện bất hoàn hảo của thị trường, nguồn tài trợ nội bộ chi phí thấp hơn nên được đưa vào xem xét trong mô hình đường cầu đầu tư. Trong thực tế, với sự hiện diện của các điểm bất hoàn hảo của thị trường và chi phí đại diện, Hubbard (1998) cho rằng đầu tư bị tác động bởi những thay đổi trong giá trị ròng hoặc nguồn tiền nội bộ của công ty, để giữ cho các cơ hội đầu tư không đổi. Chiều hướng mối quan hệ đầu tư - nguồn tài trợ nội bộ là vấn đề nghiên cứu gây nhiều tranh luận. Fazzari & cộng sự (1988) cho rằng mối quan hệ đó là đồng biến khi chứng minh ISCF cao hơn đối với những công ty có sự đánh đổi lớn giữa chi phí tài trợ bên ngoài và chi phí tài trợ nội bộ. Ngược lại, Kaplan & Zingales (1997) chứng minh mối quan hệ đó là nghịch biến khi cho rằng ISCF là cao hơn đối với các công ty có ràng buộc tài chính thấp hơn. Cleary & cộng sự (2007) thống nhất hai quan điểm trên khi chứng minh đầu tư là một hàm không đơn điệu (phi tuyến tính dạng chữ U) của dòng tiền do sự thay đổi trong hiệu ứng về chi phí và thu nhập.

2.1.2. Cơ chế tác động của hành vi quá tự tin, điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên đầu tư doanh nghiệp

Tác động của hành vi quá tự tin lên đầu tư

Quá tự tin của nhà quản trị là sự đánh giá quá mức về năng lực và hiểu biết của bản thân nhà quản trị và khả năng tác động chắc chắn lên các hoạt động của công ty, điều này đưa đến việc đánh giá quá cao khả năng sinh lợi tương lai của công ty (Tính lạc quan) và sự đánh giá quá thấp về các rủi ro mà công ty đối diện (Định chuẩn sai). Đây là hướng tiếp cận khái niệm trong các mô hình thiên lệch hành vi của Heaton (2002) và Malmendier & Tate (2005a).

Hành vi quá tự tin của nhà quản trị có thể tác động lên đầu tư doanh nghiệp theo ba phương diện: (1) Quá tự tin dẫn đến đầu tư quá mức; (2) Quá tự tin làm tăng độ nhạy cảm của đầu tư theo dòng tiền (ISCF); và (3) Quá tự tin dẫn đến đầu tư đạt mức tối ưu.

- Quá tự tin dẫn đến đầu tư quá mức: Heaton (2002) và Malmendier & Tate (2005b) chứng minh sự quá tự tin của các CEO có thể dẫn đến những biến tướng trong quyết

định đầu tư doanh nghiệp. Các giám đốc quá tự tin thường đánh giá quá cao tỉ 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 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.

- Quá tự tin tác động lên ISCF: Theo Heaton (2002), các giám đốc bất đắc dĩ mới phát hành vốn cổ phần nên họ sẽ bỏ qua các dự án có hiện giá thuần (NPV) dương khi nhận thấy chi phí của việc tài trợ bên ngoài quá cao. Điều này làm giảm vấn đề đầu tư quá mức, nhưng cũng dẫn đến vấn đề đầu tư dưới mức vì các dự án có NPV dương không được thực hiện. Phát hiện của Heaton (2002) cho thấy vấn đề đầu tư nhạy cảm với dòng tiền trong những công ty có các giám đốc lạc quan. Malmendier & Tate (2005a) mô hình hóa ISCF trong các công ty có CEO quá tự tin cũng đưa đến những kết luận tương tự.

- Quá tự tin dẫn đến đầu tư đạt mức tối ưu: Baker & cộng sự (2004) cho rằng với nhà quản trị 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 cho công ty. Goel & Thakor (2008) chỉ ra rằng một CEO không ưa thích rủi ro sẽ đầu tư dưới mức đầu tư tối ưu, và người CEO quá tự tin ở mức vừa phải sẽ khắc phục vấn đề đầu tư dưới mức bởi vì chính họ đang cường điệu những thông tin mà bản thân họ có được.

Tác động của điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên đầu tư

Lí thuyết tài chính doanh nghiệp cho rằng các điểm bất hoàn hảo của thị trường (chẳng hạn như: hệ thống tài chính chưa phát triển đầy đủ), có thể hạn chế khả năng tài trợ các khoản đầu tư và điều đó ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của công ty. Love (2003) tiến hành kiểm tra mối liên hệ giữa phát triển tài chính ở cấp độ quốc gia và các ràng buộc tài chính ở cấp độ công ty và phát hiện sự phát triển tài chính làm giảm sự phụ thuộc của đầu tư doanh nghiệp vào nguồn tiền nội bộ, do vậy sẽ thúc đẩy tích lũy vốn và tăng trưởng. Nghiên cứu của Gochoco-Bautista & cộng sự (2014) ở một số thị trường mới nổi châu Á gần đây cho thấy điều kiện tài chính tác động trực tiếp lên cơ hội tăng trưởng và cầu đầu tư doanh nghiệp, còn phát triển tài chính tác động lên ràng buộc tài chính thông qua ISCF. Ngoài ra, các công ty nhỏ có được lợi ích nhiều hơn từ sự phát triển tài chính hơn là các công ty lớn.

Trên cơ sở khung lí thuyết vừa trình bày, tác giả hướng đến việc nghiên cứu kết hợp ảnh hưởng của 3 yếu tố tác động đầu tư doanh nghiệp là: (1) Hành vi quá tự tin của nhà quản trị, (2) Điều kiện tài chính, và (3) Phát triển tài chính (thông qua hai chỉ số phản

ánh biến động kinh tế vĩ mô và đặc điểm tài chính) như một hướng tiếp cận mới cho thực tiễn nghiên cứu đầu tư doanh nghiệp ở VN.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Mô hình đầu tư thực nghiệm

Nghiên cứu thực nghiệm hàm cầu đầu tư dạng rút gọn được Fazzari & cộng sự (1988) đưa ra, đây là mô hình tổng quát cho cả 3 lý thuyết về khía cạnh cầu đầu tư. Tuy nhiên, theo lý thuyết được đề xuất bởi Cleary & cộng sự (2007), mối quan hệ tuyến tính trong Fazzari & cộng sự (1988) chỉ là một trường hợp riêng (cụ thể là dạng phi tuyến), và để kiểm tra mối quan hệ này ở VN, nghiên cứu sử dụng 2 cách tiếp cận của Firth & cộng sự (2012) là dòng tiền âm lẫn dòng tiền dương. Mở rộng các tác động từ thị trường bất hoàn hảo, yếu tố phản ánh góc độ tài chính hành vi dựa trên nghiên cứu của Malmendier & Tate (2005a), về điều kiện tài chính và phát triển tài chính dựa trên nghiên cứu của Gochoco-Bautista & cộng sự (2014). Như vậy, mô hình đầu tư động phi tuyến tính được xác định như sau:

$$I_{it}/K_{it-1} = b_0 + b_1 I_{it-1}/K_{it-2} + b_2 S_{it}/K_{it-1} + b_3 S_{it-1}/K_{it-2} + b_4 (CF_{it}/K_{it-1}) \times NEG + b_5 (CF_{it}/K_{it-1}) \times POS + b_6 INX + b_7 (CF_{it}/K_{it-1}) \times NEG \times INX + b_8 (CF_{it}/K_{it-1}) \times POS \times INX + b_9 Z + u_{it} \quad (1)$$

Trong đó,

I/K : Biến đầu tư đo bằng chi tiêu vốn mua sắm tài sản cố định được chuẩn hóa theo giá trị tài sản cố định hữu hình (K) vào thời điểm đầu năm.

CF/K : Dòng tiền chuẩn hóa được tính bằng lợi nhuận sau thuế cộng với khấu hao tài sản cố định. Dòng tiền được tách thành dòng tiền âm $CF/K \times NEG$ (NEG là biến giả, bằng 1 nếu công ty có dòng tiền âm, ngược lại bằng 0) và dòng tiền dương $CF/K \times POS$ (POS bằng 1 nếu công ty có dòng tiền dương, ngược lại bằng 0) để xem xét hiệu ứng không đơn điệu của ISCF (Firth & cộng sự, 2012).

INX : Tập hợp các biến gồm: (1) Quá tự tin (OC), (2) Chỉ số điều kiện tài chính (FCI), và (3) Chỉ số phát triển tài chính (FDI). OC là biến giả; FCI và FDI là những biến vĩ mô.

- OC: Biến giả thể hiện sự quá tự tin của nhà quản trị, tiếp cận theo thước đo Net Buyer của Malmendier & Tate (2005a) nhưng có điều chỉnh để phù hợp với đặc thù dữ liệu và đặc điểm doanh nghiệp VN. Thước đo quá tự tin được xác định dựa trên vị thế mua bán ròng cổ phần của những nhà quản lý cấp cao (Ban giám đốc và Hội đồng quản

trị) và thước đo này là bất biến theo thời gian. OC nhận giá trị 1 nếu thể hiện vị thế quá tự tin (vị thế mua ròng, tức số năm mua ròng cổ phiếu nhiều hơn số năm bán ròng cổ phiếu); ngược lại bằng 0.

- FCI được xây dựng từ phương pháp phân tích nhân tố (FA) dựa trên việc trích xuất những thành phần nhân tố chung nắm bắt những thay đổi chung và nhiều nhất có thể trong một nhóm gồm 4 biến vĩ mô: (1) Chênh lệch lãi suất cho vay và lãi suất cơ bản (Spread), (2) Tăng trong tỉ giá thực có hiệu lực (REER), (3) Tăng trưởng tín dụng ngân hàng cho khu vực tư (Credit); và (4) Tăng trưởng chỉ số thị trường chứng khoán (Stock). Các biến này tương đồng với nghiên cứu của Onsorio & cộng sự (2011) trong nghiên cứu đánh giá về điều kiện tài chính ở châu Á. Việc xem xét FCI với tăng trưởng kinh tế cũng được kiểm tra trước khi đưa vào mô hình. Swiston (2008) cho rằng FCI phải tính đến những ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đối với tăng trưởng GDP từ những cú sốc tới các chuẩn cho vay, lãi suất trái phiếu doanh nghiệp, giá cổ phần, và tỉ giá thực. Vì vậy, FCI phản ánh những biến động ngắn hạn trong môi trường tài chính, những cú sốc trong chính sách tiền tệ chẳng hạn.

- Những nghiên cứu thực nghiệm đo lường FDI với nhiều cách khác nhau, Levine (2005) nhấn mạnh rằng vấn đề gây rắc rối cho toàn bộ nghiên cứu về tài chính và tăng trưởng là ở các thước đo đại diện cho phát triển tài chính, và thường thì những thước đo thực nghiệm không trực tiếp đo lường các hàm tài chính được đề xuất bởi nghiên cứu lý thuyết. Gần đây, Gochoco-Bautista & cộng sự (2014) đo lường FDI như là tổng tín dụng ngân hàng cho khu vực tư trên GDP. Cách tiếp cận này cũng giống với cách đo lường dựa trên hệ thống ngân hàng của King & Levine (1993), cũng dựa vào lập luận những nền kinh tế châu Á mà họ đang nghiên cứu, các nền kinh tế này trong quá khứ và hiện tại vẫn dựa chủ yếu vào hệ thống tài chính trên nền tảng ngân hàng, và các công ty vẫn phụ thuộc rất nhiều vào nguồn tín dụng ngân hàng cho nhu cầu đầu tư và phát triển. Trên cơ sở đó, FDI ở VN được đo lường từ tỉ lệ tín dụng ngân hàng cho khu vực tư tính theo GDP và được chuẩn hóa. Như vậy, FDI phản ánh trạng thái phát triển của khu vực tài chính, những đặc tính dài hạn, và mang tính cấu trúc của nền kinh tế.

Biến kiểm soát Z bao gồm 5 biến là: *Owp*, *Gov*, *Size*, *Lev* và *Age*. Trong đó, *Owp* là tỉ 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), *Lev* là đòn bẩy tài chính (tính bằng tỉ lệ nợ trên tổng tài sản), và *Age* là số năm từ khi công ty bắt đầu niêm yết cổ phần.

2.2.2. Quá trình ước lượng

Phương trình (1) có dạng động với thành phần biến đầu tư trễ I_{it-1}/K_{it-2} nằm ở bên vế phải. Với đặc điểm dữ liệu bảng động này, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống (SGMM – Twostep Robust) để giải quyết các vấn đề ước lượng chệch đặc thù tiềm ẩn. Kỹ thuật SGMM sử dụng các sai phân bậc nhất làm công cụ cho phương trình gốc (theo mức độ) và các độ trễ gốc được sử dụng làm công cụ cho phương trình sai phân. Các kết quả ước lượng được kiểm tra tính vững thông qua kiểm định Arellano-Bond về tự tương quan chuỗi của thành phần nhiễu sai phân và kiểm định Sargan và Hansen về tính hiệu lực của tập hợp các biến công cụ. Kiểm định F cũng được thực hiện để kiểm tra tính ý nghĩa đồng thời của các hệ số liên quan đến dòng tiền âm và dương.

2.2.3. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu dữ liệu bao gồm 154 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán VN giai đoạn 2008–2013. Dữ liệu có thể gián đoạn nhưng số năm quan sát tối thiểu phải là 4 năm. Ngoài ra, để tránh những vấn đề nghiêm trọng của quan sát ngoại lai, tác giả tiến hành lọc dữ liệu đối với các biến I/K , Q/K , và CF/K , cũng như “điều chỉnh” mẫu bằng kỹ thuật Winsorization ở mức 1%¹. Ngoài ra, để xem xét sự khác biệt theo quy mô, mẫu quan sát tổng thể được chia tách thành hai mẫu: Mẫu công ty có quy mô lớn và mẫu công ty có quy mô nhỏ. Quy mô công ty có thể thay đổi qua các năm căn cứ trên mức phân loại lớn/nhỏ là mức trung vị của biến Size, theo thống kê mô tả ở Bảng 1, mức Size=13,332, tương ứng mức tài sản khoảng 610 tỉ đồng. Chi tiết các thống kê mô tả cho các mẫu được trình bày ở Bảng 1 và Bảng 2. Bên cạnh đó, Hình 1 minh họa sự biến động của chỉ số FCI và FDI trong thời gian nghiên cứu 2008–2013.

Bảng 1

Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu xét theo tính chất dòng tiền

Biến	Mẫu tổng thể			Mẫu CF<0 (NEG=1)			Mẫu CF>0 (POS=1)		
	(1)			(2)			(3)		
	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn
I/K	0,3475	0,1821	0,4517	0,1850	0,0500	0,2917	0,3600	0,2020	0,4595
CF/K	0,3123	0,2829	0,2709	-0,1707	-0,1069	0,1417	0,3495	0,3159	0,2411
Q	1,0467	0,9372	0,4473	0,9504	0,8706	0,3712	1,0542	0,9417	0,4519

Biến	Mẫu tổng thể			Mẫu CF<0 (NEG=1)			Mẫu CF>0 (POS=1)		
	(1)			(2)			(3)		
	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn
S/K	6,9786	4,8007	6,9764	4,0474	1,9021	5,2986	7,2044	5,1305	7,0416
OC	0,3563	0,0000	0,4792	0,4364	0,0000	0,5005	0,3501	0,0000	0,4773
FCI	-0,3159	-0,0368	0,7238	-0,1265	-0,0368	0,7127	-0,3305	-0,0368	0,7231
FDI	0,1069	0,8356	0,2599	-0,2409	0,5795	-0,2140	0,1337	0,2599	0,8466
Owp	0,0407	0,0101	0,0779	0,0539	0,0180	0,0847	0,0396	0,0098	0,0773
Size	13,2797	13,3220	1,3244	12,8232	12,7943	1,2226	13,3149	13,3430	1,3262
Lev	0,5691	0,6084	0,2095	0,6057	0,6548	0,2241	0,5663	0,6049	0,2082
Gov	0,9597	1,0000	1,2602	0,9455	1,0000	1,1772	0,9608	1,0000	1,2672
Age	3,9441	4,0000	2,1240	4,6727	5,0000	1,4537	3,8880	4,0000	2,1576
Số quan sát	769			55			714		

Ghi chú: NEG và POS là các biến giả chỉ tính chất dòng tiền. Trong đó, NEG=1 nếu CF/K<0, ngược lại bằng 0 (tương ứng POS=1); POS=1 nếu CF/K>0, ngược lại bằng 0 (tương ứng NEG=1).

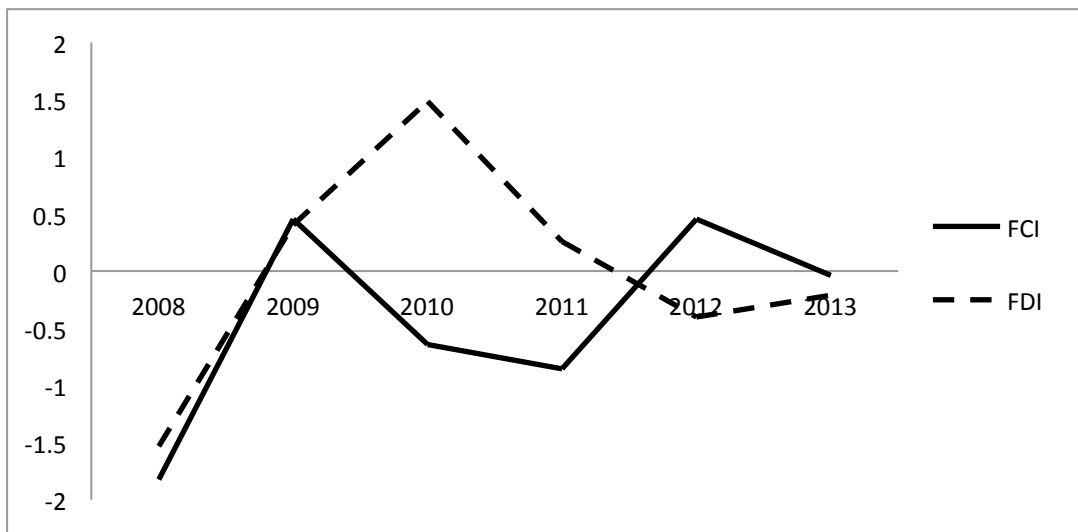
Bảng 2

Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu xét theo quy mô tài sản

Biến	Mẫu các công ty có quy mô nhỏ			Mẫu các công ty có quy mô lớn		
	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn
I/K	0,3413	0,1781	0,4605	0,3537	0,1952	0,4432
CF/K	0,2981	0,2819	0,2872	0,3266	0,2955	0,2530
Q	1,0420	0,9176	0,4887	1,0515	0,9487	0,4021
S/K	7,2826	4,8724	7,0319	6,6738	4,7751	6,9159
OC	0,3922	0,0000	0,4889	0,3203	0,0000	0,4672
FCI	-0,3426	-0,0368	0,7570	-0,2891	-0,0368	0,6889

Biến	Mẫu các công ty có quy mô nhỏ			Mẫu các công ty có quy mô lớn		
	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn
FDI	0,1012	0,2599	0,8827	0,1127	0,2599	0,7868
Owp	0,0370	0,0119	0,0558	0,0443	0,0058	0,0949
Size	12,2370	12,3553	0,7707	14,3251	14,1347	0,8561
Lev	0,5130	0,5303	0,2173	0,6254	0,6518	0,1852
Gov	0,7974	0,0000	1,0755	1,1224	1,0000	1,4043
Age	3,7013	4,0000	1,9887	4,1875	4,0000	2,2276
Số quan sát	385			384		

Ghi chú: Ngưỡng phân loại nhỏ/lớn về quy mô là trung vị(Size)=13,3220



Hình 1. Chỉ số FCI và FDI của VN giai đoạn 2008–2013

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Kết quả nghiên cứu

Kết quả ước lượng và kiểm định mô hình (1) được trình bày trong Bảng 3 và Bảng 4: Cột (1) thể hiện cho toàn bộ mẫu 154 công ty, cột (2) và cột (3) lần lượt thể hiện kết quả ước lượng và kiểm định cho mẫu công ty quy mô nhỏ và mẫu công ty quy mô lớn.

Bảng 3

Kết quả ước lượng tác động của hành vi quá tự tin, điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên đầu tư

Biến giải thích		Mô hình với toàn bộ mẫu		Mô hình với mẫu quy mô nhỏ		Mô hình với mẫu quy mô lớn	
		(1)		(2)		(3)	
		Hệ số ước lượng	Thống kê t	Hệ số ước lượng	Thống kê t	Hệ số ước lượng	Thống kê t
I_{it-1}/K_{it-2}	b1	0,3508***	6,05	0,3221***	3,17	0,3540***	4,01
S_{it}/K_{it-1}	b2	0,0237***	3,44	0,0234***	2,78	0,0258**	2,46
S_{it-1}/K_{it-2}	b3	-0,0197***	-3,37	-0,0194**	-2,45	-0,0229**	-2,52
$CF_{it}/K_{it-1} \times NEG$	b4	-0,2979	-1,08	-0,2753	-0,98	4,9750	1,57
$CF_{it}/K_{it-1} \times POS$	b5	0,6514***	4,54	0,8080***	3,26	0,4513**	2,23
OC_i	b6.1	0,0895**	2,10	0,1587***	2,77	0,0072	0,09
$CF_{it}/K_{it-1} \times NEG \times OC_i$	b7.1	-0,1004	-0,26	0,1252	0,36	-1,2984	-0,82
$CF_{it}/K_{it-1} \times POS \times OC_i$	b8.1	-0,3188*	-1,87	-0,6039***	-2,72	0,0909	0,34
FCI_t	b6.2	0,0527	0,94	0,1683**	1,99	-0,0959	-1,34
$CF_{it}/K_{it-1} \times NEG \times FCI_t$	b7.2	1,6637***	2,84	2,1185***	3,70	12,5196*	1,90
$CF_{it}/K_{it-1} \times POS \times FCI_t$	b8.2	-0,1854	-1,20	-0,3725	-1,51	0,1694	0,89
FDI_t	b6.3	0,0673	1,64	0,1370**	2,46	-0,0346	-0,51
$CF_{it}/K_{it-1} \times NEG \times FDI_t$	b7.3	1,1715**	2,46	1,4018***	3,17	24,8848*	1,83
$CF_{it}/K_{it-1} \times POS \times FDI_t$	b8.4	-0,1753	-1,50	-0,4226**	-2,22	0,1794	1,24
Owp_{it}	b9.1	0,0351	0,21	-0,0489	-0,15	0,0483	0,33

Biến giải thích		Mô hình với toàn bộ mẫu		Mô hình với mẫu quy mô nhỏ		Mô hình với mẫu quy mô lớn	
		(1)		(2)		(3)	
		Hệ số ước lượng	Thông kê t	Hệ số ước lượng	Thông kê t	Hệ số ước lượng	Thông kê t
Size _{it}	b9.2	-0,0080	-0,60	0,0067	0,18	0,0194	0,94
Lev _{it}	b9.3	0,0948	1,19	0,0161	0,17	0,2933***	3,12
Gov _{it}	b9.4	-0,0013	-0,11	-0,0036	-0,19	0,0046	0,32
Age _{it}	b9.5	-0,0053	-0,62	-0,0082	-0,41	-0,0032	-0,39
Hệ số tự do	b0	-0,0074	-0,04	-0,1354	-0,29	-0,5158*	-1,68
Biến giả năm		Có		Có		Có	
Số quan sát		579		276		303	
Số công ty		154		83		89	
Số biến công cụ		34		34		32	

Ghi chú: Biến phụ thuộc: I_{it}/K_{it-1} ;

*, **, *** tương ứng mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Bảng 4

Kết quả kiểm định tác động của hành vi quá tự tin, điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên đầu tư

Biến giải thích	Mô hình với toàn bộ mẫu		Mô hình với mẫu quy mô nhỏ		Mô hình với mẫu quy mô lớn	
	(1)		(2)		(3)	
	Thông kê kiểm định	Giá trị kiểm định	Thông kê kiểm định	Giá trị kiểm định	Thông kê kiểm định	Giá trị kiểm định
Wald test ^(a)						
b4=b5	7,040	0,009	4,990	0,028	1,980	0,163
b4+b7.i= b5+b8.i	4,690	0,032	11,820	0,001	3,280	0,073
b6.1=b7.1=b8.1=0	2,170	0,094	3,710	0,015	0,500	0,680

Biến giải thích	Mô hình với toàn bộ mẫu (1)		Mô hình với mẫu quy mô nhỏ (2)		Mô hình với mẫu quy mô lớn (3)	
	Thống kê kiểm định	Giá trị kiểm định	Thống kê kiểm định	Giá trị kiểm định	Thống kê kiểm định	Giá trị kiểm định
b6.2=b7.2=b8.2=0	2,990	0,033	4,770	0,004	1,340	0,265
b6.3=b7.3=b8.3=0	5,280	0,023	3,980	0,011	1,560	0,206
Arellano-Bond test ^(b)						
AR(1)	-3,22	0,001	-2,29	0,022	-2,85	0,004
AR(2)	-0,05	0,962	0,61	0,539	-1,37	0,172
Sargan test ^(c)	8,91	0,711	11,43	0,492	5,20	0,877
Hansen test ^(d)	10,61	0,562	12,77	0,386	8,30	0,599

Ghi chú: Biến phụ thuộc: I_{it}/K_{it-1} ;

^(a) Kiểm định Wald về ý nghĩa đồng thời của các hệ số ước lượng (F -test); trong đó các hệ số b6.i, b7.i, b8.i có $i = 1, 2, 3$ ứng với trường hợp biến Quá tự tin (OC), biến Chỉ số điều kiện tài chính (FCI) và biến Chỉ số phát triển tài chính (FDI); ^(b) Kiểm định Arellano-Bond về tự tương quan chuỗi bậc p ($AR(p)$) của nhiễu (Z -test); ^(c) Kiểm định Sargan về tính hiệu lực của các biến công cụ (χ^2 test); và ^(d) Kiểm định Hansen về tính hiệu lực của các biến công cụ (χ^2 test). Kiểm định Sargan và Hansen đều có giả thiết không (H_0): Các biến công cụ có hiệu lực (giới hạn Overidentification). Kiểm định Sargan không yếu (do nhiều công cụ) nhưng không vững (Robust). Kiểm định Hansen có thể yếu do nhiều công cụ nhưng vững (Robust).

3.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

3.2.1. Kết quả trên mẫu tổng thể

Kết quả trong cột (1) Bảng 3 cho thấy bằng chứng về tính năng động của quyết định đầu tư với hệ số ước lượng biến đầu tư trễ (I_{it-1}/K_{it-2}) có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Các biến doanh thu (S_{it}/K_{it-1} và S_{it-1}/K_{it-2}) cho thấy khả năng giải thích mạnh cho quyết định đầu tư, hàm ý biến doanh thu phản ánh tốt những cơ hội đầu tư mặc dù chiều hướng tác động của các biến này lên đầu tư có khác nhau theo thời gian. Dấu của các hệ số dòng tiền CF/K là đúng như kỳ vọng về một mối quan hệ không đơn điệu lên đầu tư. Kiểm định Wald ở Bảng 4 cho thấy tính ý nghĩa đồng thời của các hệ số b4 và b5 (p -value là 0,009), hàm ý có sự khác biệt giữa hệ số dòng tiền âm và hệ số dòng tiền dương. Tương tự, có sự khác biệt có ý nghĩa thống kê 5% giữa nhóm hệ số các biến

liên quan đến dòng tiền âm và nhóm hệ số các biến liên quan đến dòng tiền dương (p-value của kiểm định $b_4 + b_7.i = b_5 + b_8.i$ là 0,032), hàm ý một mối quan hệ phi tuyến tính hình chữ U giữa dòng tiền và đầu tư.

Như vậy, đầu tư doanh nghiệp nhạy cảm với dòng tiền nội bộ theo những chiều hướng khác nhau tùy vào trạng thái dòng tiền. Kết quả này cho thấy dòng tiền nội bộ là một nhân tố quan trọng của đầu tư doanh nghiệp, và điều này củng cố thêm quan điểm ISCF là một thước đo cho các ràng buộc tài chính (Gochoco-Bautista & cộng sự, 2014). Ràng buộc đó cho thấy sự thiếu hiệu quả của thị trường vốn trong phân bổ đầu tư khi không có sự thay thế hoàn hảo giữa tài trợ bên ngoài và tài trợ nội bộ. Sự bất hoàn hảo thị trường vốn đó sẽ được lí giải qua phân tích sau đây về tác động của yếu tố nội tại công ty - hành vi quá tự tin của nhà quản trị, và của yếu tố tài chính vĩ mô bên ngoài.

Hành vi quá của tự tin nhà quản trị có tương quan dương trực tiếp với đầu tư doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 5%. Điều này hàm ý những công ty có ban quản lí quá tự tin thì có mức độ đầu tư cao hơn những công ty có ban quản lí không quá tự tin. Mối tương quan này tương tự với phát hiện của Malmendier & Tate (2005a) ở thị trường Mỹ. Tác động của hành vi quá tự tin lên ISCF là âm và không có ý nghĩa thống kê như kỳ vọng. Kết quả này cũng tương tự nghiên cứu của Malmendier & Tate (2005a) ở khía cạnh thước đo Net Buyer, mặc dù khác với tác giả, họ sử dụng mô hình tĩnh và ước lượng bằng phương pháp OLS.

Kết quả ở cột (1) Bảng 3 cũng cho thấy bằng chứng tác động của điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên ISCF, nhưng hiệu ứng này chỉ xảy ra với công ty có dòng tiền âm (hệ số ước lượng của $CF/K \times NEG \times FCI$ dương với mức ý nghĩa 1%, và của $CF/K \times NEG \times FDI$ dương với mức ý nghĩa 5%). Bằng chứng ở đây cho thấy điều kiện tài chính và phát triển tài chính tốt lên sẽ làm gia tăng sự phụ thuộc của công ty vào dòng tiền. Điều này có thể được lí giải là: Một khi thị trường tài chính phát triển và điều kiện tài chính tốt lên, những hạn chế về khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài của doanh nghiệp sẽ giảm đi, nhưng đó là với đối những công ty có tình hình hoạt động khả quan. Với các công ty có dòng tiền thấp xếp phía sau trong danh sách được cấp hạn mức, sự phụ thuộc đầu tư vào dòng tiền nội bộ lại càng tăng.

Các kết quả ước lượng trên là vững về mặt thống kê thông qua các kiểm định chuyên biệt mô hình SGMM. Kiểm định Arellano-Bond cho thấy thành phần nhiễu sai

phân trong mô hình không có tự tương quan bậc 2. Kiểm định Sargan và Hansen cho biết không thể bác bỏ giả thiết về tính hiệu lực của các biến công cụ trong mô hình.

3.2.2. Kết quả trên hai mẫu phân tách theo quy mô

Sự khác biệt trong kết quả ước lượng là rất đáng kể đối với hai mẫu phân tách theo quy mô tài sản. Kết quả trong cột (2) và cột (3) của Bảng 3 cho thấy sự khác biệt rõ rệt nằm ở nhóm các biến liên quan đến hành vi quá tự tin của nhà quản trị, điều kiện tài chính, và phát triển tài chính. Trong khi mẫu ước lượng mô hình (1) đối với các công ty quy mô nhỏ rất tương đồng với mẫu ước lượng đối với mẫu tổng thể thì mẫu đối với các công ty quy mô lớn lại cho thấy khác biệt lớn và ý nghĩa yếu hơn đáng kể.

Đối với những công ty có quy mô lớn, bằng chứng yếu về vai trò ảnh hưởng đầu tư của điều kiện tài chính và phát triển tài chính có thể được lí giải dựa trên lập luận cho rằng với ràng buộc tài trợ ở mức rất thấp, các công ty quy mô lớn có vị thế tốt nhiều hơn so với các công ty quy mô nhỏ. Sự thay đổi trong điều kiện tài chính và phát triển tài chính ở một mức độ nào đó không còn là vấn đề quan trọng đối với các doanh nghiệp tầm cỡ này trong việc tiếp cận nguồn vốn tài trợ bên ngoài, vì những công ty này thường có mối quan hệ rất tốt với ngân hàng và vốn đã có sẵn hạn mức tín dụng cao.

Các kết quả ước lượng đối với các công ty có quy mô nhỏ có thể được lí giải như trên mẫu dữ liệu tổng thể. Thậm chí, tác động của hành vi quá tự tin, điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên đầu tư hay lên ISCF trong trường hợp các công ty nhỏ còn mạnh hơn nhiều về cả ý nghĩa thống kê và độ lớn. Khác với mẫu tổng thể, mẫu công ty quy mô nhỏ còn cho thấy hành vi quá tự tin tác động gián tiếp lên đầu tư thông qua việc làm giảm ISCF đối với những công ty có dòng tiền dương. Đặc biệt kết quả còn cho thấy bằng chứng (với ý nghĩa thống kê) FCI và FDI tác động trực tiếp làm tăng chỉ tiêu đầu tư trong các công ty quy mô nhỏ ở VN. Ngoài ra, FDI còn làm giảm ISCF ở các công ty nhỏ có dòng tiền dương. Đây là bằng chứng rõ nét về ảnh hưởng tích cực của điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên đầu tư doanh nghiệp nhỏ ở VN - những công ty đối diện 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 quy mô nhỏ sẽ được lợi ích nhiều hơn từ 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) và Gochoco-Bautista & cộng sự (2014).

Các kiểm định chuyên biệt mô hình SGMM như kiểm định Arellano-Bond, kiểm định Sargan, và kiểm định Hansen đều cho kết quả tốt với cả mẫu công ty nhỏ và mẫu

công ty lớn. Kết quả kiểm định yếu hơn đối với mẫu công ty lớn thể hiện ở kiểm định Wald khi các giả thiết tính ý nghĩa đồng thời đều bị vi phạm.

4. Kết luận và hàm ý chính sách

4.1. Kết luận

Mục tiêu chính của bài này là nghiên cứu hành vi quá tự tin của nhà quản trị, điều kiện tài chính và phát triển tài chính tác động như thế nào lên chi tiêu đầu tư của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán VN, giai đoạn 2008–2013 thông qua một mô hình cầu đầu tư động phi tuyến tính.

Nghiên cứu phát hiện mối quan hệ phi tuyến tính (không đơn điệu) giữa đầu tư và dòng tiền nội bộ tại các doanh nghiệp niêm yết VN; điều này củng cố cho lý luận của Cleary & cộng sự (2007). Kết quả ước lượng mô hình nghiên cứu bằng phương pháp GMM hệ thống (SGMM) đưa đến những kết luận đáng chú ý. Thứ nhất, bằng chứng cho thấy hành vi quá tự tin của nhà quản trị, điều kiện tài chính và phát triển tài chính có ảnh hưởng đến đầu tư doanh nghiệp thông qua cả kênh trực tiếp lẫn gián tiếp. Cụ thể, hành vi quá tự tin trực tiếp làm tăng đầu tư; còn điều kiện tài chính và phát triển tài chính tác động gián tiếp làm tăng ISCF đối với các công ty có dòng tiền nội bộ âm. Thứ hai, hiệu ứng ảnh hưởng của các yếu tố là khác biệt theo quy mô tài sản công ty. Công ty quy mô nhỏ có ban giám đốc quá tự tin bị thúc đẩy tăng chi tiêu đầu tư. Điều kiện tài chính và phát triển tài chính tác động làm tăng ISCF đối với công ty có dòng tiền nội bộ âm. Kết quả trên mẫu các công ty nhỏ còn cho thấy hành vi quá tự tin tác động gián tiếp lên đầu tư thông qua làm giảm ISCF; và điều kiện tài chính và phát triển tài chính tác động trực tiếp làm tăng chi tiêu đầu tư. Ngược lại, các công ty có quy mô lớn không cho thấy bằng chứng đáng kể về vai trò của các yếu tố dù theo trực tiếp hay gián tiếp.

Với những kết quả đạt được, nghiên cứu đóng góp bằng chứng thực nghiệm vào thực tiễn nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đầu tư doanh nghiệp ở VN dưới góc độ bất hoàn hảo của thị trường. Những hướng nghiên cứu mở rộng cho vấn đề này trong tương lai nên xem xét thêm những ràng buộc tài chính khác ngoài ISCF cũng như những phương pháp khác để đo lường hành vi quá tự tin nhà quản trị.

4.2. Hàm ý chính sách

4.2.1. Hàm ý đối với nhà quản trị doanh nghiệp

Nhà quản trị doanh nghiệp thường đối diện các quyết định đầu tư nhằm nâng cao giá trị doanh nghiệp trước các cơ hội tăng trưởng tiềm năng. Một trong những mối bận tâm lớn của họ là yếu tố nào làm nên thành công cho một quyết định đầu tư như thế. Trong một thị trường vốn không hoàn hảo, yếu tố ràng buộc tài chính phải được xem xét. Kết quả của tác giả chứng minh rằng điều kiện tài chính và phát triển tài chính ở VN trong thời kỳ 2008–2013 có tác động cùng chiều lên sự phụ thuộc tài trợ nội bộ đối với những công ty gặp khó khăn về nguồn tiền. Giai đoạn khủng hoảng này đã bộc lộ sự khát khe của thị trường vốn VN. Những công ty quy mô lớn nhìn chung có sức chống chịu tốt với khó khăn thị trường nhờ vào vị thế tài sản và khả năng tín dụng tốt nhưng những công ty quy mô nhỏ thì thường nhạy cảm với điều kiện kinh tế - tài chính vĩ mô. Vì vậy, nhà quản trị doanh nghiệp nhỏ ở VN cần quan tâm đến điều kiện vĩ mô trong quá trình ra quyết định đầu tư. Điều kiện tài chính dự kiến xấu đi (như kỳ vọng tiêu cực về một cú sốc tỉ giá hay lãi suất chẳng hạn) có thể cảnh báo nhà quản trị của các doanh nghiệp có quy mô nhỏ về sự cần thiết thắt chặt chi tiêu đầu tư trong tương lai. Ngược lại, họ cũng phải là những nhà chiến lược biết nắm bắt xu thế triển vọng thị trường để đưa ra những quyết sách đầu tư làm tăng giá trị doanh nghiệp, bởi vì những doanh nghiệp quy mô nhỏ như thế được hưởng lợi nhiều hơn khi điều kiện tài chính được cải thiện và thị trường tài chính phát triển.

Một hàm ý mới mẻ từ kết quả bài nghiên cứu này liên quan đến khái niệm tài chính: Hành vi quá tự tin của nhà quản trị. Nghiên cứu này tại VN phát hiện rằng hành vi quyết định đầu tư của các giám đốc cấp cao, như CEO, nhìn chung có dấu hiệu bị chi phối từ đặc tính hành vi quá tự tin của họ. Kết luận nghiên cứu của tác giả chưa giải quyết được câu hỏi liệu hành vi quá tự tin về khả năng quản lý của các giám đốc có tốt cho công ty hay không? nhưng ở chừng mực nào đó, việc phát hiện các công ty nói chung (đặc biệt là các công ty quy mô nhỏ) có giám đốc quá tự tin sẽ đầu tư nhiều hơn so với các công ty có giám đốc không quá tự tin cho thấy đặc tính hành vi quá tự tin nên được cân nhắc trong quá trình tuyển chọn giám đốc cấp cao. Quá tự tin có thể dẫn đến đầu tư quá mức cần thiết - điều không tốt, nhưng cũng có thể dẫn đến đầu tư đạt mức tối ưu - điều tốt. Việc đề bạt hay tuyển chọn giám đốc thường dựa trên các thành quả lịch sử của ứng viên giám đốc, và mức mạo hiểm càng cao thì khả năng thành quả thu lại càng cao. Thêm vào đó, những giám đốc quá tự tin thường thiên về chấp nhận các dự án có rủi ro cao, họ sẽ có ưu thế hơn trong trường hợp này.

4.2.2. Hàm ý đối với nhà hoạch định chính sách vĩ mô

Kết quả nghiên cứu của bài này cũng gợi ý đến các nhà chính sách về việc cân nhắc yếu tố hành vi của nhà quản trị và đặc điểm tài chính vĩ mô trong việc quản lý đầu tư ở cấp độ quốc gia. Xét ở bình diện quốc gia, tăng trưởng và phát triển kinh tế đòi hỏi sự đầu tư ở mức độ cao vì những khoản đầu tư mới sẽ tạo ra thêm sản lượng và có thể tạo việc làm. Đầu tư khu vực tư ngày càng giữ vai trò quan trọng trong tổng thể đầu tư xã hội. Vấn đề đầu tư của một quốc gia vì thế không thể tách rời vấn đề đầu tư doanh nghiệp. Mối quan hệ giữa đầu tư và tăng trưởng kinh tế hay phát triển tài chính được biết đến với tính chất hai chiều. Kết quả nghiên cứu này hàm ý các nhà hoạch định chính sách nên xem xét sự ảnh hưởng từ yếu tố chính sách vĩ mô đến đầu tư doanh nghiệp trong quá trình hoạch định, bởi vì nó sẽ tạo ra tác động trở lại nền kinh tế thông qua phản ứng của doanh nghiệp trước các chính sách ban hành. Ngoài ra, khi phân tích và đánh giá hành vi đầu tư doanh nghiệp, nhà hoạch định chính sách có thể quan sát thêm khía cạnh tâm lý hành vi của đội ngũ nhà quản lý cấp cao. Kết quả của tác giả cho thấy hành vi quá tự tin của nhà quản trị có thể chứa đựng thông tin đáng giá liên quan đến chi tiêu đầu tư doanh nghiệp ở VN■

Chú thích

- ¹ Quá trình được thực hiện bằng cách thay thế những giá trị cực biên trong phân phối của một biến bằng những quan sát liền kề nằm trong vùng tin cậy 99%.

Tài liệu tham khảo

- Baker, M., Ruback, R. S., & Wurgler, J. (2004). Behavioral corporate finance: a survey. In E. Eckbo (Ed.), *In the Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. New York: Elsevier/North Holland.
- Cleary, S., Povel, P., & Raith, M. (2007). The U-shaped investment curve: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(1), 1-40.
- Fazzari, S. M., Hubbard R. G., & Petersen B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.
- Firth, M., Malatesta, P. H., Xin, Q., & Xu, L. (2012). Corporate investment, government control, and financing channels: Evidence from China's listed companies. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 433-450.
- Gochoco-Bautista, M. S., Sotocinal, N. R., & Wang, J. (2014). Corporate investments in Asian markets: Financial conditions, financial development, and financial constraints. *World Development*, 57, 63-78.

- Goel, A. M., & Thakor A. V. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance*, 63(6), 2737-2784.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45.
- Hovakimian, G. (2009). Determinants of investment cash flow sensitivity. *Financial Management*, 38(1), 161-183.
- Hubbard, R. G. (1998). Capital market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 193-225.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.
- King, R., & Levine, R., (1993). Financial intermediation and economic development. In: Mayer, C., & Vives, X. (Eds.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, 156-189. Cambridge, U.K: Cambridge University Press.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In Handbook of Economic Growth, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), Edition 1, Vol 1, Chapter 12, 865-934, Elsevier.
- Lewellen, J., & Lewellen, K. (2012). Investment and cash flow: New evidence. Working Paper, Dartmouth College.
- Love, I. (2003). Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model. *Review of Financial Studies*, 16(3), 765-791.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005a). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005b). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European Financial Management*, 11(5), 649-659.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Osorio, C., Pongsaparn, R., & Unsal, D. F. (2011). A quantitative assessment of financial conditions in Asia. *IMF Working Paper*, No. WP/11/170, Washington, D.C: International Monetary Fund.
- Swiston, A. (2008). A US financial conditions index: Putting credit where credit is due. *IMF Working Paper*, No. WP/08/161, Washington, D.C: International Monetary Fund.