

Hành vi quá tự tin của giám đốc điều hành và khả năng sử dụng nợ vay cao của doanh nghiệp Việt Nam

LÊ ĐẠT CHÍ

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - chitcdn@ueh.edu.vn

TRẦN HOÀI NAM

Công ty Cổ phần Tập đoàn Thái Tuấn - namtran404@gmail.com

Ngày nhận:

22/03/2016

Ngày nhận lại:

20/08/2016

Ngày duyệt đăng:

31/08/2016

Mã số:

0316-G19-V05

Tóm tắt

Mục tiêu của nghiên cứu nhằm xác định mối quan hệ giữa hành vi quá tự tin của giám đốc điều hành (CEO) với việc sử dụng nợ vay ở mức cao của 85 công ty niêm yết trên Thị trường Chứng khoán VN giai đoạn 2011–2014. Thông qua một ước lượng mang tính xác suất, tác giả xác định khả năng CEO quá tự tin sử dụng tỉ lệ nợ cao gần gấp 3 lần khả năng CEO bình thường sử dụng tỉ lệ này. Các đặc tính khác của CEO được kiểm soát bao gồm: Độ tuổi cao, giới tính, bằng cấp, nền tảng kinh nghiệm, việc trải qua các biến cố lớn về kinh tế/chính trị trong cuộc đời. Kết quả nghiên cứu còn được kiểm soát bởi quy mô công ty, tăng trưởng doanh thu cũng như điều kiện tài chính của nền kinh tế vĩ mô.

Abstract

Từ khóa:

Hành vi quá tự tin, CEO, nợ vay, khả năng sử dụng nợ vay.

Keywords:

Overconfidence, CEO, high debt levels.

This study aims to define the relationship between CEO overconfidence and the use of high debt levels for the case of 85 companies listed on Vietnam's stock market in 2011–2014. Through a probability estimation we find that using high debt levels among overconfident CEOs is three times as high as that among normal ones. Other features of CEOs are also examined, including age, gender, certification, experience, as well as experiences of serious economic and political incidents. Furthermore, the results are influenced by such factors as firm size, revenue growth, and financial conditions of the macro economy.

1. Giới thiệu

Quá tự tin liên quan đến khuynh hướng con người đánh giá quá cao khả năng và kiến thức của chính mình và/hoặc chất lượng và độ chính xác của thông tin mà họ có. Hệ quả là, họ có khuynh hướng tin rằng mình tốt hơn hoặc tốt trên mức trung bình so với những thành phần khác. Những mô hình lý thuyết tài chính hành vi gần đây cho rằng những thiên lệch về hành vi như hành vi quá tự tin của người điều hành doanh nghiệp thực chất có thể tác động lên các quyết định doanh nghiệp, như: Mua bán và sáp nhập doanh nghiệp (Roll, 1986; Malmendier & Tate, 2008), quyết định đầu tư (Heaton, 2002; Malmendier & Tate, 2005), quyết định tài trợ (Heaton, 2002; Hackbarth, 2008, 2009), chính sách cổ tức (Deshmukh & cộng sự, 2013).

Ở góc độ chính sách tài trợ doanh nghiệp, Heaton (2002) và Hackbarth (2008) xem xét sự biến tướng trong quyết định tài trợ thông qua các thiên lệch về tâm lý học như lạc quan/quá tự tin. Những mô hình lý thuyết này dự đoán những giám đốc lạc quan và/hoặc quá tự tin sẽ lựa chọn tỉ lệ đòn bẩy nợ cao hơn. Malmendier và cộng sự (2011) nghiên cứu thực nghiệm cho trường hợp tại Mỹ tìm thấy bằng chứng củng cố cho dự đoán ở trên. Tại VN, mặc dù cấu trúc vốn là một đề tài quen thuộc trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp, tuy nhiên những yếu tố mang tính tâm lý hành vi (như quá tự tin của CEO) vẫn chưa được cân nhắc xem xét thấu đáo. Trong nghiên cứu này, tác giả phát triển theo hướng tiếp cận khác qua đó đóng góp kết quả thu được vào thực nghiệm nghiên cứu tài chính hành vi tại VN.

Mục tiêu chính của nghiên cứu nhằm tìm hiểu mối quan hệ giữa đặc tính quá tự tin của CEO với việc sử dụng tỉ lệ đòn bẩy nợ ở mức cao. Mô hình nghiên cứu của tác giả có kiểm soát các đặc tính khác của CEO như: Độ tuổi cao, giới tính, bằng cấp, nền tảng kinh nghiệm, hay việc trải qua các biến cố lớn (kinh tế/chính trị) trong cuộc đời. Mặc dù tiếp cận theo tinh thần của Graham và cộng sự (2013), tác giả đã vận dụng và phát triển theo phương pháp khác và đưa thêm vào đó các yếu tố đặc tính khác của CEO, cũng như kiểm soát những tiềm ẩn cú sốc vĩ mô bên ngoài thông qua biến điều kiện tài chính (FCI).

Kết quả là thông qua một ước lượng mang tính xác suất, tác giả nhận thấy khả năng CEO quá tự tin sử dụng tỉ lệ nợ cao gần gấp 3 lần khả năng CEO bình thường. Đây là một thiên lệch tâm lý rất đáng quan tâm và cần có các nghiên cứu sâu hơn trong tương lai. Từ kết quả này, tác giả cho rằng việc mở rộng nghiên cứu hành vi quá tự tin của nhà điều hành doanh nghiệp cần xem xét thêm vai trò các đặc tính khác của nhà quản trị,

chẳng hạn như: Độ tuổi, giới tính, và những điều kiện tài chính vĩ mô bên ngoài. Hạn chế mang tính khách quan của nghiên cứu đến từ việc tác giả buộc phải cắt giảm cỡ mẫu quan sát khi tiến hành đo lường đặc tính quá tự tin của CEO theo phương pháp giúp tránh vấn đề về nội sinh. Đây là thách thức thực sự trong nghiên cứu thực nghiệm về tài chính hành vi nhà quản trị tại VN.

2. Hành vi quá tự tin và quá tự tin của CEO

2.1. *Quá tự tin*

Quá tự tin (Overconfidence) là khái niệm bắt nguồn từ lý thuyết tâm lý học, và “phát hiện về việc con người có hành vi quá tự tin có lẽ là phát hiện chặt chẽ nhất trong tâm lý học ra quyết định” (De Bondt & Thaler, 1995). Hành vi quá tự tin thể hiện khuynh hướng cá nhân đánh giá quá mức đối với khả năng xảy ra một số sự kiện nào đấy. Hành vi quá tự tin của con người thường dẫn đến những thiên lệch trong việc ra quyết định. Những thiên lệch này đều mang tính cá nhân chứ không mang đặc thù công ty hay thị trường.

Trong những thập niên gần đây, ảnh hưởng thiên lệch từ hành vi quá tự tin đã trở thành chủ đề được quan tâm nhiều trong nghiên cứu kinh tế và tài chính hành vi. Trong nghiên cứu về các quyết định ở cấp độ doanh nghiệp, đối tượng được quan tâm đến là những người giữ vị trí quản lý, lãnh đạo trong công ty - người chịu trách nhiệm đưa ra những quyết định sau cùng. Theo Hackbarth (2008), Ben-David và cộng sự (2007), tính lạc quan - một khái niệm khá gần với quá tự tin - được xem là sự đánh giá quá mức so với giá trị trung bình, và tính lạc quan được định nghĩa là một niềm tin cho rằng những sự kiện triển vọng trong tương lai có khả năng xảy ra nhiều hơn so với thực tế của nó. Quá tự tin cũng được biết như là sự định chuẩn sai (Miscalibration), thường được xem là sự đánh giá dưới mức về phương sai. Nói cách khác, đó là khi các phân bố xác suất của con người về các biến cố tương lai là quá hẹp (Ben-David & cộng sự, 2007; Hackbarth, 2009). Một diễn đạt khác về định chuẩn sai là con người đánh giá quá mức độ tin cậy của sự hiểu biết và thông tin mà họ có (Gervais & cộng sự, 2003).

Malmendier và Tate (2005) lưu ý các giám đốc, đặc biệt là các giám đốc thuộc hàng ngũ cấp cao rất dễ bị ảnh hưởng bởi định chuẩn sai và tính lạc quan. Họ đối mặt với những tình thế phức tạp và trừu tượng, họ nhận thức được mức kiểm soát cao và thể hiện sự cam kết ở mức độ cao; tất cả những điều này làm họ rơi vào trạng thái quá tự tin. Nghiên cứu về tâm lý học lẫn hành vi đều cho thấy tính lạc quan và sự định chuẩn sai có thể xuất hiện đồng thời (Gervais & cộng sự, 2003; Hackbarth, 2009). Do đó, tính lạc

quan và định chuẩn sai có thể đồng thời được ám chỉ đến sự quá tự tin. Tóm lại, hành vi quá tự tin được định nghĩa như là một sự đánh giá quá mức về năng lực và hiểu biết của bản thân, tin vào 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 trong tương lai của công ty và sự đánh giá quá thấp về các rủi ro mà công ty phải đối diện.

2.2. Quá tự tin của CEO và khả năng sử dụng tỉ lệ nợ cao

Ảnh hưởng của hành vi quá tự tin của CEO đến các chính sách doanh nghiệp gần đây trở thành mối quan tâm chủ yếu trong lĩnh vực tài chính hành vi. Trong bối cảnh nghiên cứu về chính sách tài trợ doanh nghiệp, một số nghiên cứu lí thuyết đã mô hình hóa hành vi quá tự tin tiêu biểu như Heaton (2002) và Hackbarth (2008). Các mô hình này dựa trên giả thuyết những CEO có nhận thức thiên lệch về tính lạc quan hay hành vi quá tự tin sẽ chọn vay nợ nhiều hơn các CEO bình thường (không thiên lệch nhận thức). Hackbarth (2008) chỉ ra các CEO nhận thức thiên lệch tin rằng công ty ít có khả năng kiệt quệ tài chính hơn so với thực tế có thể xảy ra và do vậy CEO này ước lượng thấp kì vọng chi phí phá sản đồng thời sẽ sử dụng nhiều nợ hơn để khai thác lợi ích về thuế (hoặc bất cứ lợi ích nào hình thành từ việc sử dụng đòn bẩy nợ cao). Về mặt thực nghiệm, Malmendier và cộng sự (2011) tìm thấy bằng chứng về tác động quá tự tin của CEO làm tăng tỉ lệ đòn bẩy nợ (tính theo giá trị thị trường) của các công ty ở Mỹ.

Tuy nhiên, những nghiên cứu nói trên chỉ xem xét đến tác động của hành vi quá tự tin của CEO lên chính sách tài trợ hoặc lên mức độ đòn bẩy nợ mà chưa xem xét liệu hành vi này có tương quan với khả năng đòn bẩy nợ vượt mức hay không. Nghĩa là thay vì xem xét tác động của hành vi quá tự tin của CEO có làm gia tăng tỉ lệ đòn bẩy so với trường hợp CEO không quá tự tin, liệu có nên đặt câu hỏi rằng hành vi quá tự tin của CEO có hàm ý xác suất cao trong việc công ty thực hiện tỉ lệ nợ vượt mức hay không? Lí do là ngay cả những công ty có CEO không quá tự tin vẫn có thể sử dụng đòn bẩy cao. Graham và cộng sự (2013) kiểm tra những đặc tính của CEO liệu có tác động lên sự lựa chọn cấu trúc vốn, trong đó có đặc tính CEO rất lạc quan và đã tìm ra bằng chứng cho thấy: Những công ty đang có tỉ lệ sử dụng nợ cao mà có CEO rất lạc quan thì vẫn có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn, đặc biệt là đối với nợ ngắn hạn tác động tăng biên này là 3,6%. Graham và cộng sự (2013) cũng đã kiểm soát nhiều đặc tính CEO như: Giới tính, chiều cao, có bằng thạc sĩ quản trị kinh doanh (MBA), có nền tảng tài chính/kế toán, độ uôi, học trường danh tiếng. Malmendier và cộng sự (2011) ngoài việc kiểm tra tính quá tự tin của CEO còn cung cấp thêm bằng chứng hàm ý những sự kiện lớn xảy

ra trong đời sống cá nhân (như trải qua cuộc đại suy thoái kinh tế hay có kinh nghiệm tham gia quân đội) có thể có tác động lâu dài đến thái độ và việc lựa chọn rủi ro. Đây là những bằng chứng cho thấy cần mở rộng nghiên cứu các hành vi, đặc tính của CEO trong mối liên hệ với quyết định liên quan tới cấu trúc vốn. Ngoài ra, việc bóc tách các thành phần chuyên biệt công ty (không thay đổi theo thời gian mà không thể quan sát) ra khỏi sai số thống kê là rất khó, do đó việc đưa vào nghiên cứu các đặc tính khác của CEO sẽ đóng vai trò kiểm soát cho các ước lượng biến quá tự tin của CEO.

Như vậy, trên cơ sở lý thuyết và thực nghiệm nghiên cứu về ảnh hưởng hành vi quá tự tin của CEO lên chính sách tài trợ doanh nghiệp, với khả năng sử dụng nợ vượt mức ở các công ty có CEO quá tự tin, giả thuyết mà tác giả đặt ra để nghiên cứu cho trường hợp VN trong nghiên cứu này như sau:

H₀: Khả năng CEO quá tự tin sử dụng tỉ lệ nợ cao là cao hơn so với khả năng sử dụng tỉ lệ này đối với các CEO bình thường (không quá tự tin).

3. Mô hình, phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu tập trung xem xét hành vi quá tự tin của CEO trong mối tương quan với cấu trúc vốn thiên về nợ của công ty. Mô hình thực nghiệm được tác giả xây dựng từ việc tiếp cận nghiên cứu của Graham và cộng sự (2013). Ngoài ra, tác giả còn bổ sung thêm một số yếu tố dưới góc độ chấp nhận rủi ro của CEO và các yếu tố về điều kiện tài chính.

$$HighDebtRatio_{it} = \beta_1 + \Psi_i B_2 + X_{it} B_3 + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó,

$HighDebtRatio_{it}$: Biến phụ thuộc, chỉ trạng thái mức nợ cao, bao gồm: Tỉ lệ nợ vay cao trong cơ cấu tài sản và tỉ lệ nợ vay ngắn hạn cao của công ty i xét tại thời điểm t ;

Ψ_i : Tập hợp các đặc tính CEO và tất cả đều là biến giả trạng thái, trong đó biến quá tự tin của CEO (OC) là quan tâm chính của mô hình.

Các đặc tính khác của CEO gồm: Độ tuổi cao (*Old*), giới tính (*Gender*), có bằng thạc sĩ quản trị kinh doanh (*MBA*), có nền tảng tài chính hoặc kế toán (*FinAcc Bg*). Trong nghiên cứu này, tác giả bổ sung thêm hai biến đo lường đặc tính CEO.

Tác giả lập luận rằng CEO được bổ nhiệm trước 2008 (*Before2008*) và được duy trì đến nay thể hiện sự “chấn chấn” hoặc “kiên nhẫn” trong việc ra quyết định.¹ Có thể hiểu họ đã “bình an” qua một biến cố suy thoái kinh tế và họ sẽ hình thành tính bảo thủ với những quyết định mang tính rủi ro về sau, tương tự như việc tiếp cận thị trường nợ vay chẳng hạn. Cách tiếp cận của tác giả có thể phần nào giống Malmendier và cộng sự (2011) về khả năng bảo thủ trước nợ vay và phát hành vốn cổ phần của những người sinh ra và sống qua kì Đại suy thoái, cụ thể là sinh ra trong giai đoạn 1920–1929. Ngoài ra, tác giả lập luận những người sinh ra và trải qua hai cuộc kháng chiến ở VN (*DoubleWar Baby*) cũng có thể có đặc tính liên quan đến sự chấp nhận rủi ro². Khác với Malmendier và cộng sự (2011) khi tiếp cận tính chất chấp nhận rủi ro cao của CEO có kinh nghiệm tham gia quân đội (bao gồm cả việc tham chiến tại VN), tác giả tiếp cận nghiên cứu thể hệ những người sinh trước năm 1954 với phỏng đoán khả năng là họ có phần nào đặc tính bảo thủ trong việc chấp nhận rủi ro vì đa phần họ không từng tham gia quân đội, và do vậy, khả năng là họ từng có kinh nghiệm “đổi phó rủi ro” hơn là kinh nghiệm “chịu đựng rủi ro”.³

Cuối cùng, X_{it} là tập hợp các biến kiểm soát khác bao gồm các biến mà Graham và cộng sự (2013) đã từng sử dụng như: Quy mô công ty (*Small Firm*, là biến giả nhận giá trị 1 nếu giá trị tài sản trên mức trung bình của mẫu); biến tăng trưởng doanh thu 3 năm gần nhất (*3yRevGr*). Ngoài ra, tác giả còn đưa thêm biến chỉ số điều kiện tài chính (*FCI*) vào để kiểm soát tác động tiềm tàng của điều kiện tài chính lên khả năng công ty sử dụng mức nợ cao.

Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy logit để ước lượng mô hình nghiên cứu, tất cả các ước lượng (hệ số thể hiện bằng hệ số *log odds*) đều được hiệu chỉnh sai số về hiện tượng phương sai thay đổi.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

3.2.1. Đo lường các biến đặc tính CEO

Đo lường hành vi quá tự tin của CEO

Xuất phát từ nghiên cứu của Malmendier và Tate (2005), thước đo khả dĩ nhất mà tác giả có thể tiếp cận tại VN là thước đo mua ròng cổ phần (Net Buyer). Với mẫu dữ liệu cho VN giai đoạn 2007–2014 từ nguồn *Thomson Reuters*, và mất 1 năm để tính vị thế ròng cho năm đầu tiên, tác giả chỉ có thể xác định vị thế theo năm, tính từ năm 2008. Tác giả sử dụng 3 năm đầu tiên để xác định vị thế mua hay bán ròng của CEO. CEO có

ít nhất 2 năm mua ròng cổ phiếu trong 3 năm đầu tiên sẽ được xác định là CEO quá tự tin. Ngoài ra, để được bao gồm trong mẫu, CEO phải có nhiệm kỳ kéo dài đến năm 2014. Nghĩa là mẫu dữ liệu chính dùng cho nghiên cứu là dữ liệu cân đối cho giai đoạn 2011–2014 sau 3 năm xác định vị thế mua ròng 2008–2010. Mẫu quan sát cuối cùng của tác giả bao gồm 85 CEO với 340 quan sát. Biến quá tự tin ở đây là một biến không đổi theo thời gian, thể hiện đặc tính bất biến của CEO qua thời gian 4 năm còn lại trong mẫu quan sát. Ngoài ra, việc sử dụng 3 năm đầu để xác định hành vi quá tự tin của CEO mặc dù đã khiến cỡ mẫu nghiên cứu của tác giả bị cắt giảm đáng kể nhưng đây là cách để cải thiện vấn đề nội sinh.

Đo lường các đặc tính khác của CEO

Ngoài hành vi quá tự tin của CEO (OC), tác giả còn xem xét các đặc tính cá nhân khác của CEO như: Độ tuổi cao (*Old*), giới tính (*Gender*), có bằng thạc sĩ quản trị kinh doanh (*MBA*), có nền tảng tài chính hoặc kế toán (*FinAcc Bg*), được bổ nhiệm trước năm 2008 (*Before2008*), là người sống qua 2 cuộc kháng chiến chống Pháp và chống Mỹ (*DoubleWar Baby*). Tác giả thu thập dữ liệu này một cách thủ công dựa trên hồ sơ thông tin CEO tại trang điện tử về chứng khoán *CafeF.vn*. Cũng như biến quá tự tin của CEO, tất cả các biến đặc tính này đều là biến giả nhận giá trị 1 nếu CEO bao gồm đặc tính liên quan và ngược lại bằng 0.

Bảng 1 trình bày tương quan cặp giữa các đặc tính CEO. Một số tương quan đáng chú ý có thể thấy là CEO có nền tảng tài chính/kế toán thường quá tự tin, những CEO lớn tuổi thường không nghĩ bằng cấp là cần thiết, hay những người sinh trước năm 1954 thường không quá tự tin.

Bảng 1

Ma trận tương quan giữa các đặc tính CEO

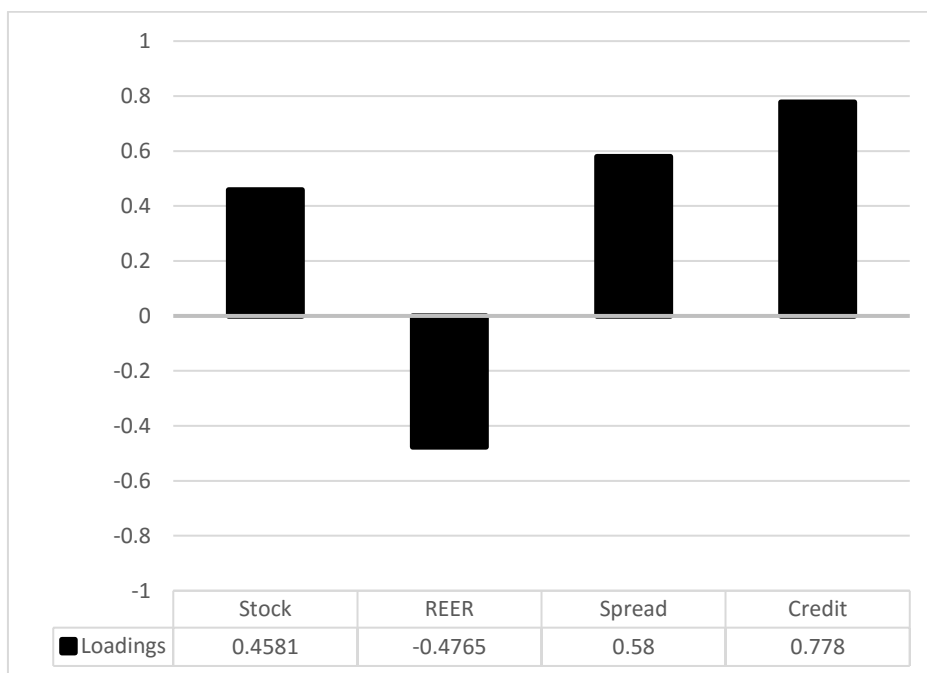
	OC	Old	Gender	MBA	FinAcc Bg	Before2008	DoubleWar Baby
OC	1						
Old	-0,0729 (0,1800)	1					
Gender	0,0065	-0,0283	1				

	OC	Old	Gender	MBA	FinAcc Bg	Before2008	DoubleWar Baby
	(0,9050)	(0,6025)					
MBA	0,0343	-0,1101**	0,1177**	1			
	(0,5281)	(0,0425)	(0,0300)				
FinAcc Bg	0,1963***	-0,1066**	-0,0997*	-0,1980***	1		
	(0,0003)	(0,0495)	(0,0663)	(0,0002)			
Before2008	-0,0184	0,2452***	-0,0966*	0,1094**	-0,1463***	1	
	(0,7354)	(0,0000)	(0,0754)	(0,0438)	(0,0069)		
	-0,1624***	0,3667***	-0,2164***	-0,148***	-0,1792***	0,1215**	1
DoubleWar Baby	(0,0027)	(0,0000)	(0,0001)	(0,0062)	(0,0009)	(0,0251)	

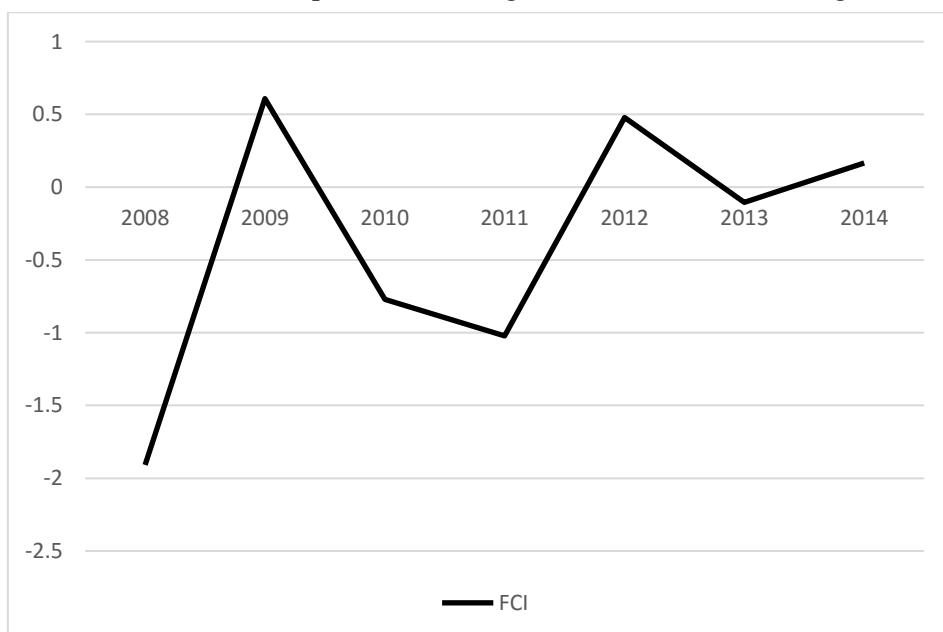
Ghi chú: ***, ** và * lần lượt ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

3.2.2. Đo lường chỉ số điều kiện tài chính

Tác giả cập nhật mới dữ liệu để xây dựng chỉ số điều kiện tài chính (FCI) cho VN đến quý IV/2014 trên cơ sở nghiên cứu của Lê Đạt Chí và Trần Hoài Nam (2015). Theo cách tiếp cận của tác giả, chỉ số FCI cho VN được xây dựng từ phương pháp phân tích nhân tố 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 tài chính, bao gồm: Chênh lệch lãi suất cho vay và lãi suất cơ bản (Spread), tăng trưởng tỉ giá thực có hiệu lực (REER), tăng trưởng tín dụng ngân hàng cho khu vực tư nhân (Credit) và tăng trưởng chỉ số thị trường chứng khoán (Stock). Các dữ liệu này được thu thập từ nguồn IMF. Kết quả cập nhật của tác giả không khác biệt đáng kể trong các hệ số tải nhân tố (Factor Loadings) so với Lê Đạt Chí và Trần Hoài Nam (2015). Tất cả các biến đều được giải thích trên 30% bởi nhân tố chung (Hình 1).



Hình 1. Các thành phần FCI được giải thích bởi nhân tố chung



Hình 2. Chỉ số điều kiện tài chính FCI của VN (2008–2014)

3.2.3. Thống kê mô tả dữ liệu

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả về tất cả các biến được sử dụng trong nghiên cứu, gồm 3 nhóm biến thể hiện đặc tính CEO, nhóm các biến thể hiện tính chất công ty và biến chỉ số điều kiện tài chính.

Bảng 2

Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
<i>Đặc tính CEO</i>					
OC	340	0,2588	0,4386	0	1
Age	340	53	6	35	72
Old (Age>53)	340	0,5500	0,4982	0	1
Gender	340	0,9059	0,2924	0	1
MBA	340	0,1176	0,3227	0	1
FinAcc Bg	340	0,4706	0,4999	0	1
Before 2008	340	0,9176	0,2753	0	1
DoubleWar Baby	340	0,1412	0,3487	0	1
<i>Tính chất công ty</i>					
Debt (Tỉ lệ nợ)	340	0,0018	0,0645	-0,2713	0,5603
STDebt (Tỉ lệ nợ ngắn hạn)	340	0,6961	0,3637	0,0000	1,0000
Asset (Tài sản)	340	1.587.394	4.040.433	21.413	36.400.000
3yRevGr (Tăng trưởng doanh thu 3 năm gần nhất)	340	0,3695	0,6926	-0,9550	4,60875
<i>Chỉ số điều kiện tài chính</i>					
FCI	340	-0,1203	0,5604	-1,0213	0,4788

4. Kết quả

Bảng 3 trình bày ước lượng logit của mô hình (1) với cột (1)–(3) ứng với biến phụ thuộc là tỉ lệ tổng nợ cao và cột (4)–(6) ứng với biến phụ thuộc là tỉ trọng nợ ngắn hạn cao. Trong mỗi trường hợp, sự khác biệt trong hai ước lượng đầu là khi tác giả có và không có kiểm soát hiệu ứng cố định theo năm (Year Fixed Effects) còn ước lượng thứ ba là khi tác giả đưa thêm biến chỉ số FCI vào.

Bảng 3

Quá tự tin của CEO và khả năng sử dụng nợ cao

Biến giải thích	Tỉ lệ nợ cao trong cơ cấu tài sản			Tỉ trọng nợ ngắn hạn cao		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
OC (=1)	1,0973 (2,04)**	1,0731 (1,99)**	1,0731 (1,99)**	-0,4890 (-1,02)	-0,5009 (-1,04)	-0,5009 (-1,04)
Old (=1)	-0,6324 (-1,54)	-0,7838 (-1,82)*	-0,7838 (-1,82)*	0,0991 (0,24)	0,0505 (0,12)	0,0505 (0,12)
Gender (Male=1)	0,7208 (1,00)	0,7655 (1,06)	0,7655 (1,06)	1,1951 (1,95)*	1,2120 (1,97)**	1,2120 (1,97)**
MBA (=1)	0,0955 (0,12)	0,0966 (0,13)	0,0966 (0,13)	0,8143 (0,95)	0,8253 (0,96)	0,8253 (0,96)
FinAcc Bg (=1)	0,4655 (0,81)	0,5012 (0,85)	0,5012 (0,85)	0,7957 (1,40)	0,8022 (1,41)	0,8022 (1,41)
Tenure before 2008 (=1)	1,2570 (1,42)	1,3600 (1,50)	1,3600 (1,50)	0,3882 (0,51)	0,4245 (0,55)	0,4245 (0,55)
DoubleWar Baby (=1)	-0,9015 (-1,08)	-0,8393 (-1,00)	-0,8393 (-1,00)	0,3801 (0,64)	0,4094 (0,69)	0,4094 (0,69)
Small Firm (=1)	-0,9151 (-1,71)*	-0,8917 (-1,66)*	-0,8917 (-1,66)*	-0,1827 (-0,40)	-0,1713 (-0,37)	-0,1713 (-0,37)
3yRevGr	0,4251	0,6136	0,6136	0,0021	0,0602	0,0602

Biến phụ thuộc Biến giải thích	Tỉ lệ nợ cao trong cơ cấu tài sản			Tỉ trọng nợ ngắn hạn cao		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(1,51)	(1,93)*	(1,93)*	(0,01)	(0,21)	(0,21)
FCI			0,6341			0,1295
			(2,39)**			(0,46)
Hệ số chặn	-2,4618	-3,0915	-2,4439	-1,3758	-1,6611	-1,5289
	(-1,49)	(-1,80)*	(-1,47)	(-1,15)	(-1,36)	(-1,25)
Year Fixed Effects		Có	Có		Có	Có
Industry Fixed Effects	Có	Có	Có	Có	Có	Có
Số quan sát	320	320	320	340	340	340
Wald Chi-squared(df)	39,94	43,24	43,24	35,83	44,77	44,77
Prob > Chi-squared	0,0005	0,0007	0,0007	0,0048	0,001	0,001
Pseudo R squared	0,1975	0,2063	0,2063	0,1774	0,1826	0,1826

Ghi chú: Các ước lượng được thực hiện bằng hồi quy logit, với các hệ số trong bảng biểu hiện hệ số *log odds*. Tất cả sai số chuẩn (trong ngoặc đơn) là sai số được hiệu chỉnh để tùy ý phương sai thay đổi. ***, ** và * lần lượt ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Đối với trường hợp tỉ lệ tổng nợ cao trong cơ cấu tài sản, kết quả cho thấy ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê 5% của yếu tố quá tự tin của CEO lên khả năng công ty sử dụng đòn bẩy nợ vay tổng thể cao. Cụ thể, hệ số *log odds* là 1,1 khi không kiểm soát hiệu ứng cố định năm và là 1,07 khi có kiểm soát hiệu ứng cố định năm. Việc kiểm soát hiệu ứng cố định năm làm tăng mức ý nghĩa của biến độ tuổi cao và tăng trưởng doanh thu 3 năm gần nhất mặc dù mức ý nghĩa chỉ đạt 10%. Việc thêm biến FCI vào không làm thay đổi hệ số *log odds* và mức ý nghĩa thống kê của các biến còn lại mà chỉ làm thay đổi giá trị và ý nghĩa của hệ số chặn. Điều này do hiệu ứng cố định năm đã được kiểm soát trong khi FCI là biến cố định cho tất cả công ty tại một năm nào đó. Như vậy, tác giả có thể sử dụng kết quả ở cột (3) Bảng 3 để phân tích nhằm làm rõ hơn một số hàm ý từ Mô hình (1). Kết quả chỉ ra, công ty có CEO quá tự tin sử dụng tỉ lệ tổng nợ vay cao với khả năng cao gần 3 lần so với các công ty có CEO bình thường.⁴ Như vậy, CEO quá tự tin hàm ý khả năng công ty sử dụng nợ ở mức cao. Tác giả cũng đạt được một số kết quả phụ khác. CEO có tuổi cao (trên mức trung bình mẫu là 53) có ít khả năng sử dụng tỉ lệ

nợ cao hơn là sử dụng tỉ lệ nợ thấp. Điều này phản ánh sự bảo thủ trước rủi ro của các CEO lớn tuổi. Tuy nhiên, ý nghĩa thống kê của đặc tính tuổi cao chỉ là 10%. Các đặc tính CEO được xem xét còn lại không cho thấy sự ảnh hưởng có ý nghĩa lên tỉ lệ nợ cao, bao gồm giới tính, có bằng MBA, có nền tảng tài chính/kế toán, bổ nhiệm trước 2008 và sinh trước 1954.⁵ Cuối cùng, nhận định của tác giả về ảnh hưởng của điều kiện tài chính lên khả năng vay nợ là có cơ sở khi kết quả ở cột (3) Bảng 3 cho thấy việc thay đổi một độ lệch chuẩn từ trạng thái trung bình về điều kiện tài chính sẽ làm tăng 88,5% khả năng công ty sử dụng tỉ lệ nợ cao.⁶

Đối với trường hợp tỉ trọng nợ ngắn hạn cao, biến quá tự tin của CEO không chỉ ra được bằng chứng giải thích. Trường hợp này chỉ có yếu tố giới tính là có ảnh hưởng với ý nghĩa thống kê 5% lên khả năng công ty sử dụng tỉ lệ nợ ngắn hạn cao. Cụ thể nếu công ty có CEO là nam thì khả năng công ty đó sử dụng tỉ lệ nợ ngắn hạn cao là cao hơn gấp 3,36 lần so với công ty có CEO là nữ. Điều này cho thấy CEO là nam có khả năng là người chấp nhận rủi ro ngắn hạn cao hơn. Các biến đặc tính CEO còn lại đều không có ý nghĩa trong việc giải thích khả năng sử dụng tỉ lệ nợ vay ngắn hạn cao. Trong đó, thậm chí CEO tuổi cao và CEO sinh trước năm 1954 còn cho thấy sự thay đổi về chiều hướng tác động lên khả năng vay nhiều nợ ngắn hạn của công ty. Ngoài ra, việc thêm vào biến chỉ số phát triển tài chính không góp phần giải thích sự lựa chọn tỉ trọng nợ ngắn hạn cao của các công ty. Như vậy, bằng chứng quan trọng ở đây là tâm lí quá tự tin của CEO không giữ vai trò ảnh hưởng đến khả năng sử dụng nợ vay ngắn hạn ở mức cao nhưng những công ty có CEO quá tự tin hàm ý khả năng sử dụng nợ vay tổng thể vượt mức nhiều hơn so với những công ty có CEO bình thường (không quá tự tin).

5. Kết luận và hàm ý quản trị doanh nghiệp

5.1. Kết luận

Ảnh hưởng của tâm lí quá tự tin của CEO đối với các quyết định doanh nghiệp là chủ đề gần đây được quan tâm nhiều trong lĩnh vực tài chính hành vi. Nhiều nghiên cứu trên thế giới đã chỉ ra hành vi quá tự tin của CEO có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư, quyết định tài trợ, quyết định cổ tức, quyết định mua bán sáp nhập, ... Ở VN, tâm lí quá tự tin của CEO chưa được xem xét nghiên cứu như là một nhân tố cấu trúc vốn quan trọng. Nghiên cứu này của tác giả đóng góp vào nỗ lực nhận diện vai trò của nhân tố cấu trúc vốn hành vi, dưới góc độ tiếp cận cấu trúc nợ vay vượt mức.

Trên cơ sở tiếp cận nghiên cứu hành vi quá tự tin của CEO trong mối quan hệ với việc sử dụng nợ vay vượt mức, tác giả đi tìm bằng chứng cho câu hỏi quan trọng liệu đặc tính quá tự tin của CEO có ảnh hưởng đến khả năng lựa chọn tỉ lệ nợ cao hay không. Tiếp cận ước lượng xác suất cho kết quả khả năng CEO quá tự tin sử dụng tỉ lệ nợ cao là cao gần gấp 3 lần khả năng CEO bình thường sử dụng tỉ lệ nợ cao. Kết luận này của tác giả đã xét đến việc kiểm soát các đặc tính khác của CEO như: Độ tuổi cao, giới tính, bằng cấp MBA, nền tảng kinh nghiệm về tài chính/kế toán, hay việc trải qua các biến cố lớn trong cuộc đời (khủng hoảng và chiến tranh), và kiểm soát các yếu tố chuyên biệt công ty (gồm quy mô và tăng trưởng doanh thu) cũng như kiểm soát các cú sốc tài chính tiềm tàng từ bên ngoài.

5.2. Hàm ý quản trị

Kết quả nghiên cứu hàm ý vấn đề quản trị cấp độ doanh nghiệp trong thực tiễn theo 2 góc độ: (1) Chính sách quản trị rủi ro; và (2) Chính sách động viên và tuyển dụng CEO.

Chính sách quản trị rủi ro

Bằng chứng về khả năng sử dụng nợ vay vượt mức của CEO có thiên lệch quá tự tin sẽ giúp các cổ đông/lãnh đạo doanh nghiệp cân nhắc việc kiểm soát chặt chẽ quy trình tín dụng hoặc thiết lập các cấp độ phân quyền thích hợp liên quan đến quyết định tài trợ, cụ thể là việc sử dụng nợ vay. Sự khác biệt trong hành vi sử dụng nợ giữa CEO quá tự tin và CEO bình thường (không quá tự tin) sẽ dẫn đến những ảnh hưởng khác nhau lên thành quả hoạt động của công ty, mặc dù trường hợp nào có lợi cho cổ đông/doanh nghiệp phải tùy vào điều kiện khác nhau mà cần được nghiên cứu sâu hơn trong tương lai. Chẳng hạn, CEO quá tự tin có thể đưa tỉ lệ nợ lên mức tối ưu, mang lại lợi ích lá chắn thuế tốt hơn so với những CEO bình thường e ngại rủi ro. Tuy vậy, việc sử dụng nợ ở mức cao chắc chắn làm gia tăng rủi ro kiệt quệ tài chính hoặc cũng có thể làm gia tăng chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn gây ảnh hưởng trực tiếp lên giá trị doanh nghiệp. Điều này nếu xảy ra trong điều kiện thị trường tài chính bất ổn cao, thời kì khủng hoảng chẳng hạn, cộng với sự gia tăng tiềm tàng các biến tướng trong việc ra quyết định (vấn đề rủi ro đạo đức/chi phí đại diện) có thể gây phá hủy giá trị doanh nghiệp.

Về chính sách động viên và tuyển dụng CEO

Với ảnh hưởng gia tăng của hành vi quá tự tin của CEO lên rủi ro tài chính của doanh nghiệp, tác giả khuyến nghị việc tuyển dụng CEO với các thiên lệch quá tự tin hay không

sẽ phản ánh mức độ “chấp nhận rủi ro” của người chủ/cổ đông/cấp lãnh đạo công ty. Trên thực tế, những giám đốc quá tự tin là những người thường được đề bạt/ứng cử nắm giữ cương vị CEO của công ty, và những ứng cử viên như thế thường có khả năng được tuyển dụng CEO cao hơn. Lí do có thể là hành vi quá tự tin của họ cho thấy mức độ chấp nhận rủi ro cao và điều này thường mang lại cho họ thành quả quản lí tốt trong quá khứ, đây lại là yếu tố lí lịch quan trọng nhằm thuyết phục ban lãnh đạo công ty quyết định tuyển dụng vào vị trí CEO. Tuy vậy, tùy thuộc đặc thù rủi ro tài chính của một công ty mà CEO cần tuyển dụng một người CEO thích hợp nhằm giảm thiểu các chi phí liên quan đến việc gia tăng vay nợ. Lợi ích gia tăng mà các cổ đông kì vọng từ việc bổ nhiệm này rõ ràng là bị đánh đổi với sự gia tăng trong chi phí kiệt quệ tài chính.

Sự gia tăng rủi ro tài chính từ việc sử dụng nợ ở mức cao của người CEO quá tự tin thường cũng gắn liền với vấn đề chi phí đại diện. Vì bản chất đánh giá thấp rủi ro của hành vi quá tự tin, CEO quá tự tin có thể chấp nhận những dự án có dòng tiền hiện giá ròng âm với khả năng thành công rất thấp. Họ cũng nhìn nhận nợ vay ít rủi ro hơn so với những CEO bình thường, dẫn đến tình trạng sử dụng nợ vay vượt mức. Sự biến tướng trong quyết định đầu tư và tình trạng “treo nợ cao” trong quyết định tài trợ này sẽ càng nguy hiểm trong trường hợp người CEO thực hiện các “trò chơi” với cổ đông. Từ đây, tác giả khuyến nghị các doanh nghiệp VN nên cân nhắc đề cao chính sách động viên ban quản lí, đặc biệt đối với người quản lí cấp cao như CEO. Chẳng hạn, thưởng thù lao quản lí cho CEO bằng cổ phiếu thường có thể giúp gắn chặt lợi ích CEO vào lợi ích công ty, qua đó một cách gián tiếp giúp điều chỉnh hành vi rủi ro quá mức của người CEO, đặc biệt là người CEO quá tự tin.

Như vậy, các khuyến nghị từ nghiên cứu của tác giả đóng vai trò như những gợi mở thú vị từ góc nhìn hành vi về chính sách quản trị rủi ro doanh nghiệp, chính sách động viên và tuyển dụng CEO. Tất nhiên, các chính sách đó còn phải dựa trên nền tảng triết lí và tiêu chuẩn điều hành chuyên biệt của từng bộ máy lãnh đạo trong mỗi công ty■

Chú thích

¹ Tác giả không xét đến yếu tố kinh nghiệm trải qua biến cố khủng hoảng 2008 ở đây vì những CEO được bổ nhiệm sau năm 2008 cũng có thể trải qua kinh nghiệm làm CEO trong biến cố đó tại một công ty khác. Thực tế mẫu nghiên cứu này chứng kiến nhiều trường hợp như thế. Tuy nhiên, cũng không loại trừ những trường hợp CEO là người chủ của công ty, đảm nhiệm lâu dài chức vụ này.

- ² Mẫu 85 CEO gần như đều sinh trước 1973-1975 nên việc tách biệt sinh ra trước và sau ngày thống nhất đất nước là không khả thi.
- ³ Những CEO này rất đồng nghĩa với việc họ là người lớn tuổi, nhưng tác giả muốn tách biệt ở đây để tìm kiếm sự khác biệt nếu có sau khi đã kiểm soát tuổi CEO.
- ⁴ Với hệ số *log odds* là 1,0731 thì tỉ lệ *odds* là $e^{1,0731}=2,92$.
- ⁵ Tuy nhiên hệ số *log odds* của các biến hầu hết đều đúng kì vọng liên quan đến khả năng sử dụng tỉ lệ nợ cao, trừ biến bổ nhiệm trước 2008.
- ⁶ Để hình dung độ chênh bằng một độ lệch chuẩn của FCI khỏi trạng thái trung bình có mức độ thế nào, ta có thể thấy trong giai đoạn 2008–2014, độ lệch bình quân khỏi trạng thái trung bình chỉ là -0,36. Thậm chí năm 2008 chịu ảnh hưởng nặng nề của khủng hoảng tài chính cũng chỉ lệch -1,91.

Tài liệu tham khảo

- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2007). *Managerial overconfidence and corporate policies*. NBER Working Paper No. 13711.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1995). *Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective*. NBER Working Paper No. 4777, In: Jarrow, R.A., Maksimovic, V., Ziemba, W.T. (Eds.), *Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9, North-Holland, Amsterdam, 385-410 (Chapter 13).
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T., (2003). Overconfidence, investment policy, and executive stock options. *Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper No. 15-02*. Retrieved from SSRN: <http://ssrn.com/abstract=361200> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.361200>
- Graham, J. R., Harvey, C., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(04), 843-881.
- Hackbarth, D. (2009). Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective. *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 389-411.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45.
- Lê Đạt Chí, & Trần Hoài Nam. (2015). Xây dựng chỉ số điều kiện tài chính cho VN. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 21(31), 18-22.
- Malmendier, U., & Tate G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.

- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and earlylife experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216.