

CHI PHÍ ĐẠI DIỆN, GIÁM SÁT QUẢN TRỊ VÀ SỰ QUÁ TỰ TIN CỦA NHÀ QUẢN LÝ VỚI ĐẦU TƯ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

PGS.TS. Phùng Đức Nam* - Ths. Hoàng Thị Phương Anh*
TS. Tô Công Nguyên Bảo* - Ths. Thiệu Ánh Duyên*

Nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của chi phí đại diện, giám sát quản trị lên mối quan hệ giữa sự quá tự tin của nhà quản lý và đầu tư của doanh nghiệp ở Việt Nam. Sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 544 công ty phi tài chính được niêm yết tại Việt Nam, giai đoạn 2012-2021, kết quả nghiên cứu cho thấy chi phí đại diện ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa sự quá tự tin của nhà quản lý lên đầu tư của các doanh nghiệp Việt Nam, hàm ý rằng sự quá tự tin của nhà quản lý tác động đến đầu tư tại các doanh nghiệp Việt Nam bị khuếch đại hơn ở những doanh nghiệp tồn tại chi phí đại diện và bị hạn chế hơn ở những doanh nghiệp ít tồn tại chi phí đại diện. Bên cạnh đó, kết quả còn cho thấy sự giám sát quản trị tại Việt Nam làm suy yếu ảnh hưởng của sự quá tự tin của nhà quản lý đến đầu tư của các công ty.

• Từ khóa: chi phí đại diện; sự tự tin của nhà quản lý; đầu tư của doanh nghiệp; Việt Nam.

This study examines the impact of agency costs and governance monitoring on the relationship between managerial overconfidence and corporate investment in Vietnam. Using a sample of 544 non-financial firms listed in Vietnam from 2012 to 2021, the findings indicate that agency costs influence the relationship between managerial overconfidence and corporate investment. The results suggest that managerial overconfidence has a stronger effect on investment in firms with higher agency costs and a weaker effect in firms with lower agency costs. Furthermore, the study reveals that governance monitoring in Vietnam mitigates the impact of managerial overconfidence on corporate investment.

• Key words: agency costs; managerial overconfidence; corporate investment; Vietnam.

JEL codes: G10; G11; G30; G31; G32

Ngày gửi bài: 25/4/2025

Ngày gửi phản biện: 04/5/2025

Ngày nhận kết quả và sửa phản biện: 30/7/2025

Ngày chấp nhận đăng: 29/8/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i296.17>

1. Giới thiệu

Quyết định đầu tư là một trong ba quyết định quan trọng của doanh nghiệp, bên cạnh quyết định tài trợ và quyết định chi trả cổ tức. Để đưa ra quyết định đầu tư, doanh nghiệp phải trải qua nhiều bước phân tích từ vĩ mô, vi mô, ngành, khả năng cạnh tranh, lợi thế doanh nghiệp v.v... Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng hành vi tự tin quá mức của nhà quản lý có ảnh hưởng đáng kể đến đầu tư của doanh nghiệp (Malmendier & Tate, 2005a; Huang &

cộng sự, 2011; Mohamed & cộng sự, 2020). Các nhà quản lý quá tự tin thường có xu hướng đầu tư nhiều hơn khi doanh nghiệp có sẵn dòng tiền nội bộ. Tuy nhiên, nghiên cứu của Mohamed (2021) cho thấy rằng tác động này không chỉ phụ thuộc vào sự tự tin quá mức mà còn bị ảnh hưởng bởi các yếu tố khác như chi phí đại diện và giám sát quản trị.

Chi phí đại diện đóng vai trò quan trọng trong mối quan hệ giữa sự tự tin quá mức của nhà quản lý và đầu tư của doanh nghiệp. Cụ thể, ở những công ty có chi phí đại diện cao, ảnh hưởng của sự tự tin quá mức lên đầu tư có xu hướng bị khuếch đại (Mohamed, 2021). Ngược lại, nghiên cứu của Mohamed và cộng sự (2020) cho thấy ở các công ty có tổ chức nhà nước là chủ thể kiểm soát, tác động của sự tự tin quá mức lên đầu tư bị suy giảm đáng kể. Điều này nhấn mạnh vai trò của cấu trúc quản trị doanh nghiệp trong việc điều chỉnh tác động của sự tự tin quá mức đối với quyết định đầu tư. Bên cạnh đó, Mohamed (2021) đã thực hiện nghiên cứu thực nghiệm tại Mỹ trong giai đoạn 1999-2010 để kiểm tra ảnh hưởng của sở hữu cổ đông lớn - đại diện cho giám sát quản trị - đến mối quan hệ giữa sự tự tin quá mức của nhà quản lý và đầu tư doanh nghiệp. Kết quả cho thấy rằng ở các công ty có giám sát quản trị cao, sự nhạy cảm của đầu tư đối với dòng tiền giảm đáng kể ngay cả khi nhà quản lý có xu hướng tự tin quá mức. Điều này cho thấy giám sát quản trị có thể làm giảm tác động tiêu cực của sự tự tin quá mức đến quyết định đầu tư. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ tập trung vào thị trường Mỹ - một đại diện của

* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM; email: ducnam@ueh.edu.vn

phương Tây. Trong khi đó, hiện nay vẫn còn rất ít nghiên cứu về ảnh hưởng của giám sát quản trị đến mối quan hệ giữa sự tự tin quá mức của nhà quản lý và đầu tư doanh nghiệp tại các thị trường ngoài Mỹ. Hơn nữa, sự khác biệt về văn hóa và thể chế giữa các thị trường châu Á và phương Tây là đáng kể. Nhằm lấp đầy khoảng trống nghiên cứu này, chúng tôi tiến hành nghiên cứu tại Việt Nam để hiểu rõ hơn về tác động của chi phí đại diện và giám sát quản trị đến mối quan hệ giữa sự tự tin quá mức của nhà quản lý và quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

2. Tổng quan nghiên cứu

Jensen và Meckling (1976) là những học giả đầu tiên nghiên cứu về chi phí đại diện, định nghĩa mối quan hệ đại diện như một hợp đồng giữa chủ sở hữu vốn và người đại diện (nhà quản lý). Lý thuyết đại diện chỉ ra rằng khi cả hai bên đều muốn tối đa hóa lợi ích, có thể xảy ra xung đột lợi ích, khiến người đại diện không luôn hành động vì lợi ích của chủ sở hữu. Để kiểm soát mâu thuẫn này, Fama và Jensen (1983) nhấn mạnh tầm quan trọng của hệ thống kiểm soát quyết định, đảm bảo giám sát độc lập với quyền quản lý. Sự tự tin quá mức là khuynh hướng con người đánh giá cao kiến thức, khả năng và sự chính xác của mình. Buehler và cộng sự (1994) phát hiện rằng 90% số người được hỏi tự đánh giá mình trên mức trung bình trong các kỹ năng quan trọng. Trong kinh doanh, sự tự tin quá mức có thể khiến giám đốc điều hành đánh giá sai rủi ro và đầu tư quá mức, đi ngược lại lợi ích cổ đông. Điều này có thể làm gia tăng chi phí đại diện và ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư doanh nghiệp.

Malmendier và Tate (2005b) cũng thực hiện nghiên cứu trên 477 công ty trong S&P 500 (1980–1994) và nhận thấy rằng đầu tư của doanh nghiệp nhạy cảm hơn với dòng tiền khi nhà quản lý có tâm lý quá tự tin. Do họ coi nguồn tài trợ bên ngoài là tốn kém, nên chỉ gia tăng đầu tư khi dòng tiền nội bộ dồi dào. Malmendier và c Tate (2008) phát hiện rằng nhà quản lý quá tự tin ưu tiên sử dụng vốn nội bộ và phát hành cổ phiếu. Họ cũng thực hiện nhiều thương vụ mua bán và sáp nhập hơn, giữ lại lợi nhuận nhiều hơn và chi trả cổ tức thấp hơn. Về mặt hành vi, sự tự tin quá mức làm tăng độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền nội bộ, dẫn đến tình trạng đầu tư quá mức. Ngay cả khi điều này có thể gia tăng sự quan tâm của cổ đông, nó cũng làm tăng chi phí đại diện và có thể gây xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và cổ

đông. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu tài chính hiện đại chưa xem xét đầy đủ tác động của chi phí đại diện đối với mối quan hệ giữa sự tự tin quá mức và quyết định đầu tư. Jensen (1986) chỉ ra rằng xung đột giữa nhà quản lý và cổ đông có thể dẫn đến chi phí đại diện, đặc biệt khi nhà quản lý sử dụng dòng tiền tự do không hiệu quả. Nghiên cứu này cho thấy chi phí đại diện có thể dẫn đến tình trạng đầu tư quá mức, gây ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả đầu tư. Huang và cộng sự (2011) nghiên cứu tác động của sự tự tin quá mức và xung đột lợi ích ở Trung Quốc. Kết quả cho thấy các công ty có cổ đông kiểm soát là nhà nước sử dụng vốn nội bộ mạnh mẽ và có chi phí đại diện cao hơn so với các công ty tư nhân. Điều này gợi ý rằng chi phí đại diện có thể khuếch đại ảnh hưởng của sự tự tin quá mức lên quyết định đầu tư. Mohamed và cộng sự (2021) thực hiện nghiên cứu trên 153 công ty niêm yết tại NYSE (1999–2010), phân chia mẫu thành hai nhóm: chi phí đại diện cao và thấp. Kết quả cho thấy trong các công ty có chi phí đại diện cao, sự tự tin quá mức có ảnh hưởng lớn hơn đến quyết định đầu tư. Điều này khẳng định rằng chi phí đại diện là một yếu tố quan trọng trong mối quan hệ giữa sự tự tin quá mức của nhà quản lý và hoạt động đầu tư doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Trong bài nghiên cứu, tác giả sử dụng dữ liệu hàng năm được trích xuất từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 544 công ty niêm yết trên hai sở chứng khoán là Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong khoảng thời gian từ năm 2012 đến năm 2021, tạo thành dữ liệu dạng bảng bảng gồm 5425 quan sát.

3.2. Đo lường các biến giải thích chính

3.2.1. Đo lường chi phí đại diện

Chi phí đại diện của một công ty khó đo lường trực tiếp, do đó, các nghiên cứu thường sử dụng các thước đo gián tiếp. Ang và cộng sự (2000) đề xuất hệ số sử dụng tài sản (tổng doanh thu chia tổng tài sản) làm đại diện cho chi phí đại diện. Hệ số này phản ánh mức độ hiệu quả trong quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Các công ty có hệ số sử dụng tài sản thấp thường có xung đột đại diện cao hơn, do nhà quản lý đưa ra quyết định đầu tư không tối ưu. Ngoài ra, tỷ lệ chi phí (chi phí hoạt động/tổng doanh thu) cũng được sử dụng để đo lường chi phí đại diện (Ang & cộng sự, 2000). Chi

số này đánh giá hiệu quả quản lý chi phí của doanh nghiệp. Do xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý không thể quan sát trực tiếp, việc kết hợp cả hai thước đo giúp đánh giá chính xác hơn chi phí đại diện (Mohamed, 2021).

3.2.2. Đo lường sự tự tin quá mức của nhà quản lý

Các nghiên cứu trước đây đã đề xuất nhiều thước đo để ước tính mức độ tự tin của nhà quản lý, như quyền sở hữu cổ phiếu, mức độ xuất hiện trên truyền thông, và mức lương tương đối (Malmendier & Tate, 2005a, 2005b, 2008; Hribar & Yang, 2010). Malmendier & Tate (2005a) cho rằng nhà quản lý quá tự tin thường mua cổ phiếu công ty mình. Thước đo “người mua ròng” xác định nhà quản lý đã mua cổ phiếu công ty ít nhất một năm trong năm năm đầu nhiệm kỳ. Ngoài ra, chênh lệch giữa lợi nhuận kế hoạch và lợi nhuận thực tế cũng là một thước đo phổ biến. Nhà quản lý quá tự tin thường dự báo lợi nhuận cao hơn thực tế. Trong nghiên cứu này, biến sự tự tin quá mức của nhà quản lý nhận giá trị 1 nếu nhà quản lý quá tự tin (dự báo lợi nhuận cao hơn thực tế nhiều lần) và 0 nếu tự tin dưới mức.

3.2.3. Đo lường việc giám sát quản trị

Giám sát quản trị là yếu tố khó đo lường trực tiếp, vì vậy nhiều nghiên cứu đã sử dụng các đại diện thay thế, phổ biến nhất là tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn. Wright và cộng sự (1996) chỉ ra rằng sở hữu của cổ đông lớn giúp hạn chế hành vi không vì lợi ích cổ đông của nhà quản lý. Mohamed và cộng sự (2021) tính tổng tỷ lệ sở hữu của các cổ đông nắm trên 5% cổ phần để đánh giá mức độ giám sát. Doanh nghiệp có tỷ lệ này cao hơn trung bình mẫu được xem là có giám sát quản trị cao. Kết quả cho thấy giám sát quản trị cao có thể giảm tác động tiêu cực từ sự quá tự tin của nhà quản lý lên quyết định đầu tư. Tác giả nghiên cứu cũng sử dụng thước đo này do tính sẵn có và độ phù hợp với bối cảnh Việt Nam.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Với mục tiêu kiểm định ảnh hưởng của chi phí đại diện đến mối quan hệ giữa sự tự tin của nhà quản lý và đầu tư của công ty tại Việt Nam, dựa trên nghiên cứu trước đây, chúng tôi đề xuất mô hình như sau:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{S}{K}\right)_{it-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it-1} + \beta_3 OPT_{it} + \beta_4 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it-1} \times OPT_{it} + \beta_5 \left(\frac{I}{K}\right)_{it-1} + \beta_6 \left(\frac{I}{K}\right)_{it-1}^2 + \beta_7 \left(\frac{D}{K}\right)_{it-1}^2 + \beta_8 IDN_{it} + \varepsilon_{it}$$

Chi tiết các biến trong mô hình nghiên cứu xem tại Bảng 1.

Bảng 1: Bảng tổng hợp các biến nghiên cứu trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu	Định nghĩa
Biến đầu tư của doanh nghiệp	I/K	Đầu tư của doanh nghiệp vào tài sản cố định và được đo lường bằng: I là chi tiêu vốn của doanh nghiệp (CAPEX). K là giá trị ghi sổ của tài sản cố định.
Doanh thu	S/K	Tổng doanh thu (S) = Tổng doanh thu được thể hiện ở báo cáo tài chính công ty
Dòng tiền	CF/K	Dòng tiền (CF) được đo lường bằng thu nhập trước thuế, lãi vay và khấu hao.
Sự tự tin quá mức của nhà quản lý	OPT	Chênh lệch giữa lợi nhuận = Lợi nhuận kế hoạch được công bố ở báo cáo thường niên – Lợi nhuận thực tế được công bố trong báo cáo tài chính
Giá trị nợ	D/K	Giá trị ghi sổ của tổng nợ (D) được thể hiện ở báo cáo tài chính công ty
Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập	IND	Tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập = số thành viên HĐQT độc lập / tổng số thành viên HĐQT

Nguồn: Tác giả tổng hợp

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2: Mô tả thống kê các biến trong nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
I/K	5,425	0.0671	0.3014	-9.1710	4.6117
S/K	5,425	3.0762	4.4073	-11.4098	72.5591
CF/K	5,425	0.1088	0.4636	-12.8943	10.7498
OPT	5,425	0.3875	0.4872	0.0000	1.0000
(I/K) ²	5,425	0.0953	1.3114	0.0000	84.1079
(D/K) ²	5,425	15.8234	389.8995	0.0000	19609.09
IND	5,425	0.3010	0.2016	0.0000	1.0000

Nguồn: Tác giả tự thống kê.

Từ năm 2012 đến 2021, các công ty Việt Nam có sự biến động lớn trong đầu tư trên tài sản cố định ròng, với giá trị dao động từ -9.1710 đến 4.6117, trung bình 0.0671. Điều này phản ánh sự thay đổi của nền kinh tế, khiến đầu tư trở nên kém hấp dẫn. Doanh thu và dòng tiền cũng biến động mạnh, lần lượt đạt mức 83.9689 và 23.6441, cho thấy sự khác biệt lớn trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ trung bình là 15.8234, cho thấy xu hướng huy động vốn bên ngoài để tài trợ đầu tư. Biến sự tự tin quá mức của nhà quản lý có giá trị trung bình 0.3875 cho thấy các nhà quản lý tại Việt Nam có xu hướng thận trọng. Tỷ lệ thành viên độc lập trong hội đồng quản trị đạt trung bình 0.3010, cao hơn mức tối thiểu 20% theo Luật doanh nghiệp 2020, phản ánh xu hướng tăng cường giám sát và khách quan trong quản trị công ty.

4.2. Phân tích hồi quy

Trước hết, tác giả xem xét ảnh hưởng của chi phí đại diện được tính bằng thước đo hệ số sử dụng tài sản lên mối quan hệ giữa sự tự tin quá mức của nhà quản lý lên đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả

nghiên cứu được thể hiện trong bảng 3 như sau:

Bảng 3: Kết quả nghiên cứu đo lường biến chi phí đại diện bằng hệ số sử dụng tài sản

Biến	Hệ số sử dụng tài sản cao	Hệ số sử dụng tài sản thấp
S/K	-0.0007** (-1.62)	0.0144*** (9.91)
CF/K	0.0205*** (5.90)	0.0127** (1.92)
(CF/K) x OPT	-0.0241*** (-5.32)	-0.0047 (-0.67)
OPT	0.0033 (1.56)	-0.0547*** (-26.79)
I/K	0.0659*** (5.44)	0.0543*** (4.94)
(I/K) ²	0.0374 (1.95)	0.0382** (3.10)
(D/K) ²	0.0000 (1.26)	-0.0002 (-1.68)
IND	-0.0346*** (-8.03)	0.0247*** (6.41)
Hằng số	0.0683*** (32.37)	0.0372*** (23.35)
Số quan sát	2,189	2,132
Hiệu ứng cố định theo năm	Có	Có
Hiệu ứng cố định theo ngành	Có	Có

Trong ngoặc là thống kê t. (***) tương đương với mức ý nghĩa 1%, (**) tương đương với mức ý nghĩa 5%, (*) tương đương với mức ý nghĩa 10%. Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Nghiên cứu thực hiện hồi quy mô hình bằng phương pháp GLS trên hai nhóm công ty: nhóm có hệ số sử dụng tài sản cao (chi phí đại diện thấp) và nhóm có hệ số sử dụng tài sản thấp (chi phí đại diện cao). Kết quả cho thấy sự khác biệt rõ rệt giữa hai nhóm. Ở nhóm có chi phí đại diện thấp, doanh thu có tương quan âm nhưng không đáng kể với đầu tư (-0.0007). Ngược lại, ở nhóm có chi phí đại diện cao, doanh thu có tương quan dương với đầu tư (0.0144) ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy khi doanh thu tăng, nhà quản lý quá tự tin càng gia tăng đầu tư. Dòng tiền (CF/K) có tương quan dương với đầu tư (I/K) ở cả hai nhóm, với hệ số lần lượt là 0.0205 và 0.0127, mức ý nghĩa 1% và 5%. Điều này cho thấy doanh nghiệp có xu hướng ưu tiên sử dụng vốn nội bộ để tài trợ cho đầu tư. Đầu tư hiện tại có tương quan dương với đầu tư quá khứ và đầu tư dự kiến trong tương lai ở mức ý nghĩa 1%, phản ánh xu hướng tích lũy vốn để mở rộng đầu tư trong tương lai. Nghiên cứu cũng cho thấy ở các công ty có chi phí đại diện thấp, sự quá tự tin của nhà quản lý ít tác động đến đầu tư, do nhà quản lý hành động vì lợi ích cổ đông. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Huang và cộng sự (2011) và Mohamed (2021). Cuối cùng, nghiên cứu tiếp tục kiểm tra ảnh hưởng của chi phí đại diện, được đo bằng tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu, đến mối quan hệ giữa sự tự tin quá mức của nhà quản lý và đầu tư doanh nghiệp.

Bảng 4: Kết quả nghiên cứu đo lường biến chi phí đại diện được tính bằng thước đo tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu

Biến	Tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu thấp	Tỷ lệ hoạt động trên doanh thu cao
S/K	0.0005 (1.20)	0.0173*** (31.58)
CF/K	0.0333*** (10.25)	0.0288*** (7.92)
(CF/K) x OPT	-0.0318*** (-9.54)	0.0377*** (8.91)
OPT	-0.0280*** (-10.83)	-0.0198*** (-10.76)
I/K	0.0137 (1.06)	0.141*** (17.20)
(I/K) ²	0.0130 (1.07)	0.174*** (11.88)
(D/K) ²	-0.0000 (-0.70)	-0.0007*** (-5.74)
IND	0.0007 (0.16)	0.0216*** (8.71)
Hằng số	0.0676*** (26.09)	0.0100*** (4.96)
Số quan sát	2,138	2,183
Hiệu ứng cố định theo năm	Có	Có
Hiệu ứng cố định theo ngành	Có	Có

Trong ngoặc là thống kê t. (***) tương đương với mức ý nghĩa 1%, (**) tương đương với mức ý nghĩa 5%, (*) tương đương với mức ý nghĩa 10%. Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Kết quả nghiên cứu từ bảng 4 cho thấy doanh thu có tương quan dương với đầu tư ở các công ty có tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu cao (hệ số 0.0173, mức ý nghĩa 1%). Điều này cho thấy khi nhà quản lý không tối đa hóa lợi ích cổ đông, doanh thu càng cao, họ càng tự tin và gia tăng đầu tư. Dòng tiền (CF/K) có tương quan dương với đầu tư (I/K) ở cả hai nhóm, với hệ số lần lượt là 0.0333 và 0.0288 (mức ý nghĩa 1%). Điều này cho thấy các công ty ưu tiên sử dụng vốn nội bộ để tài trợ đầu tư. Đầu tư hiện tại tương quan dương với đầu tư trong quá khứ và đầu tư dự kiến tương lai ((I/K)²) ở mức ý nghĩa 1%, phản ánh xu hướng tích lũy vốn để mở rộng đầu tư. Tỷ lệ nợ (D/K) có tương quan âm với đầu tư (-0.007, mức ý nghĩa 1%), cho thấy doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao gặp khó khăn trong đầu tư. Sự quá tự tin của nhà quản lý (OPT) không tác động trực tiếp đến đầu tư mà thông qua dòng tiền nội bộ (Mohamed, 2021). Biến tương tác giữa dòng tiền và sự quá tự tin có ý nghĩa thống kê ở cả hai mẫu nghiên cứu. Ở các doanh nghiệp có chi phí đại diện thấp, sự quá tự tin của nhà quản lý tác động đến đầu tư giảm (hệ số -0.0318, mức ý nghĩa 1%). Ngược lại, ở các doanh nghiệp có chi phí đại diện cao, sự quá tự tin làm gia tăng đầu tư (hệ số 0.0377, mức ý nghĩa 1%). Điều này cho thấy sự quá tự tin có tác động mạnh hơn khi chi phí đại diện cao. Tiếp theo, nghiên cứu

xem xét ảnh hưởng của giám sát quản trị lên mối quan hệ giữa sự quá tự tin của nhà quản lý và đầu tư của doanh nghiệp, chia mẫu thành hai nhóm: giám sát quản trị cao và thấp. Kết quả được trình bày trong bảng 6.

Bảng 5: Kết quả nghiên cứu đo lường xem xét ảnh hưởng của giám sát quản trị lên mối quan hệ giữa sự tự tin quá mức của nhà quản lý và đầu tư

Biến	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn cao	Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn thấp
S/K	-0.0005 (-1.56)	0.0087*** (20.71)
CF/K	0.0053*** (1.15)	0.0444*** (10.08)
(CF/K) x OPT	-0.0465*** (-8.99)	0.0458*** (13.32)
OPT	-0.0144*** (-9.08)	-0.0368*** (-17.36)
I/K	0.119*** (22.73)	0.0109 (1.36)
(I/K) ²	0.0766*** (6.17)	0.0836*** (4.99)
(D/K) ²	0.0003* (2.49)	-0.0005*** (-5.98)
IND	0.0211*** (4.38)	0.0053* (2.04)
(CF/K)xIND	-0.0966*** (6.65)	0.0170 (1.72)
Hằng số	0.0401*** (16.24)	0.0361*** (15.76)
Số quan sát	2,175	2,146
Hiệu ứng cố định theo năm	Có	Có
Hiệu ứng cố định theo ngành	Có	Có

Trong ngoặc là thống kê t. (***) tương đương với mức ý nghĩa 1%, (**) tương đương với mức ý nghĩa 5%, (*) tương đương với mức ý nghĩa 10%. Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Kết quả nghiên cứu từ bảng 5 cho thấy doanh thu (S/K), dòng tiền (CF/K) và tỷ lệ nợ (D/K) đều có ý nghĩa thống kê, khẳng định vai trò quan trọng của các yếu tố này trong quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Tính độc lập của hội đồng quản trị có tương quan âm với độ nhạy cảm của dòng tiền đầu tư (hệ số -0.0966, mức ý nghĩa 1%), cho thấy hội đồng quản trị độc lập giúp giảm tác động của dòng tiền đến đầu tư trong các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn cao. Biến tương tác giữa dòng tiền và sự quá tự tin của nhà quản lý (CF/K x OPT) có tương quan âm với đầu tư (-0.0465, mức ý nghĩa 1%) ở doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn cao, nhưng tương quan dương (0.0458, mức ý nghĩa 1%) ở doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn thấp. Điều này cho thấy sự giám sát của cổ đông lớn làm giảm tác động của sự quá tự tin đến quyết định đầu tư. Sở hữu của cổ đông lớn được xem là cơ chế giám sát hiệu quả, giúp hạn chế ảnh hưởng tiêu cực của sự quá tự tin của nhà

quản lý, phù hợp với nghiên cứu của Malmendier & Tate (2005a) và Mohamed (2021).

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu lần lượt giải đáp hai câu hỏi về tác động của chi phí đại diện và giám sát quản trị đối với mối quan hệ giữa sự tự tin quá mức của nhà quản lý và đầu tư của doanh nghiệp tại Việt Nam. Thứ nhất, nghiên cứu cho thấy chi phí đại diện ảnh hưởng đến mức độ tác động của sự tự tin quá mức của nhà quản lý đối với đầu tư của doanh nghiệp. Cụ thể, sự tự tin quá mức có xu hướng gia tăng tác động ở các doanh nghiệp có chi phí đại diện cao nhưng bị hạn chế ở những công ty có chi phí đại diện thấp. Mặc dù nhà quản lý không hoàn toàn lý trí, họ vẫn hành động vì lợi ích doanh nghiệp, cố gắng đưa ra quyết định hợp lý và hiệu quả. Ngay cả khi có xu hướng tự tin quá mức, nhà quản lý vẫn bị hạn chế trong việc sử dụng quá mức nguồn vốn nội bộ cho đầu tư. Thứ hai, nghiên cứu cho thấy giám sát quản trị ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa sự tự tin quá mức của nhà quản lý và đầu tư. Sử dụng tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn làm thước đo giám sát quản trị, nghiên cứu tìm thấy bằng chứng rằng sự giám sát cao làm suy yếu tác động của sự tự tin quá mức đến đầu tư. Cụ thể, ở các công ty có giám sát quản trị cao, độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền giảm ngay cả khi nhà quản lý tự tin quá mức. Ngược lại, tại các doanh nghiệp có giám sát quản trị thấp, đầu tư trở nên nhạy cảm hơn với dòng tiền khi nhà quản lý có xu hướng tự tin quá mức.

Lời cảm ơn: Bài báo này là sản phẩm của đề tài nghiên cứu khoa học công nghệ cấp trường có mã số CS-COB-2024-53, được tài trợ bởi Trường Đại học Kinh tế TP. HCM.

Tài liệu tham khảo:

- Ang, J.S., Cole, R.A., Lin, J.W., 2000. Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55, 81–106.
- Buehler, R., Griffin, D., Ross, M., 1994. Exploring the “planning fallacy”: Why people underestimate their task completion times. *Journal of Personality and Social Psychology*, 67, 366–381.
- Fama, E., Jensen, M. C., 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301–326.
- Huang, W., Jiang, F., Liu, Z., Zhang, M., 2011. Agency cost, top executives’ overconfidence, and investment - cash flow sensitivity: Evidence from listed companies in China. *Pacific - Basin Finance Journal*, 19, 261–277.
- Jensen, M. C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance Economics*, 3, 305–360.
- Jensen, M. C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economics Review Papers and Proceedings*, 76, 323–329.
- Malmendier, U., Tate, G., 2005a. CEO Overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60, 2661–2700.
- Malmendier, U., Tate, G., 2005b. Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European Financial Management*, 11, 649–659.
- Malmendier, U., Tate, G., 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market’s reaction. *Journal of Financial Economics*, 89, 20–43.
- Mohamed, B. E., Garoui, N., Naoui, K., 2020. Do optimistic managers destroy firm value?. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 26.
- Mohamed, B. E., 2021. Managerial optimism, investment cash flow sensitivity and agency costs: Evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 30.
- Wright, P., Ferris, S. P., Sarin, A., Awasthi, V. 1996. Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking. *Academy of Management Journal*, 39, 441–463.