

# THÁI ĐỘ ĐỐI VỚI RỦI RO VÀ QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ KHI KHÔNG CHẮC CHẮN VỀ THỊ TRƯỜNG ĐẦU RA: THỰC TIỄN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGOÀI QUỐC DOANH Ở ĐỒNG BẰNG SÔNG CỬU LONG

**Lê Khương Ninh**

*Đại học Cần Thơ*

*Email: lekhuongninh@gmail.com*

**Lê Tấn Nghiêm**

*Đại học Cần Thơ*

*Email: letannghiem@gmail.com*

**Huỳnh Hữu Thọ**

*Đại học Cần Thơ*

*Email: huynhhuuthoct@gmail.com*

Ngày nhận: 16/2/2016

Ngày nhận bản sửa: 10/5/2016

Ngày duyệt đăng: 25/8/2016

## **Tóm tắt:**

*Bài viết ước lượng ảnh hưởng của thái độ đối với rủi ro của nhà quản trị đến mối quan hệ giữa mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm và đầu tư của 667 doanh nghiệp ở Đồng bằng sông Cửu Long. Kết quả ước lượng cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa mức độ không chắc chắn và đầu tư của doanh nghiệp nếu nhà quản trị sợ rủi ro. Mối quan hệ này lại đồng biến nếu nhà quản trị thích rủi ro. Từ đó, bài viết đề xuất các khuyến nghị giúp cải thiện quyết định đầu tư của các nhà quản trị doanh nghiệp.*

**Từ khóa:** “Bôi trơn”, cạnh tranh, đầu tư, không chắc chắn, thái độ đối với rủi ro, thị trường đầu ra.

**Risk attitude and corporate investment under output market uncertainty: Evidence from the Mekong River Delta, Vietnam**

*Abstract:*

*This paper aims to detect the impact of firm managers' risk attitude on the relationship between the degree of output market uncertainty and firm investment. The findings show that there is a negative relationship between these two aspects for risk-averse managers while there is a positive relationship for risk-loving ones, since they have different utility functions. Based on the findings, this paper proposes recommendations for firm managers to take into account when making investment decisions and long-term business strategies as well.*

*Keywords: Competition; corruption; investment; market uncertainty; risk attitude.*

## **1. Giới thiệu**

Như được ghi nhận rộng rãi từ thực tế, đầu tư là hoạt động quyết định sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp thông qua việc giúp nâng cao chất lượng sản phẩm và mở rộng thị phần. Vì vậy, quyết định đầu tư một cách khoa học sẽ góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Maki & cộng sự, 2005).

Song, ra quyết định đầu tư đúng đắn là rất khó do nhà quản trị phải đối diện với sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm, bên cạnh các yếu tố khác như cạnh tranh và thiếu nguồn tài trợ.

Theo các nhà nghiên cứu, quyết định đầu tư của nhà quản trị doanh nghiệp bị chi phối bởi yếu tố tâm lý, đặc biệt là thái độ đối với rủi ro bắt nguồn từ sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm

(Bo & Sterken, 2007; Femminis, 2008). Do e phải trả giá đắt cho các quyết định đầu tư thiếu sáng suốt nên nhà quản trị sợ rủi ro sẽ tạm hoãn đầu tư để thu thập thêm thông tin và do đó bỏ qua cơ hội đầu tư tốt. Ngược lại, nhà quản trị thích rủi ro lại quá tự tin vào năng lực bản thân, cho rằng rủi ro sẽ được kiểm soát và tương lai sẽ tốt đẹp nên mạo hiểm với các quyết định đầu tư có kết quả không chắc chắn. Xu hướng tâm lý này càng dễ bộc phát một khi đã từng thành công với các quyết định tương tự. Tự tin thái quá là nguyên nhân của thất bại nếu môi trường đầu tư xấu đi. Nói cách khác, quyết định đầu tư của nhà quản trị thích rủi ro hay sợ rủi ro đều có khiếm khuyết cần tránh.

Với nhận thức trên, bài viết được hình thành để ước lượng quyết định ảnh hưởng của thái độ đối với rủi ro của nhà quản trị đến đầu tư của các doanh nghiệp ngoài quốc doanh ở Đồng bằng sông Cửu Long khi không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm. Kết quả nghiên cứu là luận cứ khoa học giúp các nhà quản trị hoạch định chiến lược đầu tư một cách hợp lý nhằm đảm bảo cho doanh nghiệp tăng trưởng bền vững. Bài viết gồm 6 phần. Phần 1 là giới thiệu. Phần 2 xây dựng cơ sở lý thuyết về ảnh hưởng của thái độ đối với rủi ro của nhà quản trị đến quyết định đầu tư khi không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm. Phần 3 trình bày mô hình nghiên cứu thực nghiệm. Phần 4 là về phương pháp nghiên cứu. Phần 5 phân tích kết quả ước lượng mối quan hệ vừa nêu. Phần 6 kết luận và đề xuất khuyến nghị.

## 2. Cơ sở lý thuyết

Khi xem xét thực hiện một dự án đầu tư, nhà quản trị đối mặt với sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm bởi không thể biết doanh số sẽ ra sao nên sẽ có động cơ tạm hoãn đầu tư để chọn thời điểm tối ưu (Berk, 1999). Nishihara & Shibata (2014) cho rằng, trừ phi buộc phải đầu tư để đánh chặn đối thủ, hầu hết các quyết định đầu tư đều có thể tạm hoãn. Nói cách khác, sở hữu cơ hội đầu tư (quyền chọn thực) tương tự sở hữu quyền chọn mua tài chính (cổ phiếu chẳng hạn). Khi sở hữu quyền chọn thực, nhà quản trị có thể quyết định đầu tư ngay hay vào lúc khác để tạo lập nên tài sản có giá trị trong tương lai. Giống như quyền chọn mua cổ phiếu, giá trị của quyền chọn thực bắt nguồn từ sự không chắc chắn về giá trị của tài sản trong tương lai (Luehrman, 1998). Do không chắc chắn nên nhà quản trị có xu hướng tạm hoãn đầu tư để thu thập thêm thông tin nhằm hạn chế rủi ro thất bại.

Các nhà nghiên cứu rất quan tâm tìm hiểu ảnh

hưởng của sự không chắc chắn về thị trường đầu ra đến quyết định đầu tư của nhà quản trị. Hầu hết các nghiên cứu (Guiso & Parigi, 1999; Ghosal & Loun-gani, 2000; Lê Khương Ninh & cộng sự, 2004) đã ghi nhận mối quan hệ nghịch biến giữa mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra và đầu tư của doanh nghiệp do mức độ không chắc chắn làm tăng chi phí vốn và chi phí cơ hội của đầu tư. Mức độ không chắc chắn cao còn khiến nhà quản trị lưỡng lự khi ra quyết định đầu tư bởi e rằng không kiểm soát được ảnh hưởng tiêu cực của các biến động bất thường trên thị trường. Hệ quả là đầu tư của doanh nghiệp sẽ giảm. Nói cách khác, các nghiên cứu giả định nhà quản trị bàng quan đối với rủi ro khi ra quyết định đầu tư trong điều kiện không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm. Song, thực tế cho thấy các nhà quản trị thường thuộc nhóm người thích hoặc sợ rủi ro, tùy thuộc vào hữu dụng và động cơ của bản thân (Block & cộng sự, 2015).

Do đó, các nhà nghiên cứu tập trung phân tích mối quan hệ giữa thái độ đối với rủi ro của nhà quản trị và đầu tư của doanh nghiệp. Theo các nhà nghiên cứu, quyết định đầu tư của nhà quản trị là nhằm tối đa hóa hữu dụng đối với lợi nhuận kỳ vọng thay vì lợi nhuận thực tế (Bo & Sterken, 2007). Hữu dụng  $U(\pi)$  của nhà quản trị sợ rủi ro là hàm số lồi của lợi nhuận  $\pi$  do quy luật hữu dụng biên giảm dần. Ngược lại, hữu dụng  $U(\pi)$  của nhà quản trị thích rủi ro là hàm số lõm của lợi nhuận  $\pi$  do quy luật hữu dụng biên tăng dần. Do đó, quyết định đầu tư của hai nhóm nhà quản trị này trái ngược.

Bên cạnh các nghiên cứu chỉ xem xét từng khía cạnh riêng lẻ của quyết định đầu tư (như sự không chắc chắn về thị trường đầu ra, cạnh tranh hay sự hạn chế của nguồn tài trợ), nhiều nghiên cứu quan tâm đến ảnh hưởng của sự không chắc chắn của thị trường đầu ra đến đầu tư của doanh nghiệp thông qua thái độ đối với rủi ro của nhà quản trị (Nakamura, 1999; Bo & Sterken, 2007; Femminis, 2008; Chronopoulos & cộng sự, 2011; Whalley, 2011; Aistov & Kuzmicheva, 2012). Các nghiên cứu này cho rằng, nhà quản trị thích rủi ro sẽ tăng đầu tư theo mức độ không chắc chắn do tự tin vào năng lực bản thân, có tham vọng đột phá trong tăng trưởng và lạc quan về viễn cảnh tương lai. Đối với nhà quản trị này, thành công trong đầu tư sẽ mang lại hữu dụng cao hơn nhiều so với thất vọng nếu thất bại nên mức độ không chắc chắn tăng sẽ kích thích đầu tư.

Ngược lại, do thích các giá trị chắc chắn hơn là rủi ro nên nhà quản trị sợ rủi ro chuộng các dự án đầu tư với lợi nhuận kỳ vọng càng chắc chắn. Trên

phương diện hữu dụng, nhà quản trị này cảm thấy mất mát nhiều hơn khi thất bại so với thỏa mãn khi thành công. Do sợ thất bại nên họ cần thời gian để thu thập thêm thông tin trước khi ra quyết định đầu tư nhằm tối thiểu hóa tổn thất và hối tiếc. Khi đó, đầu tư sẽ giảm khi mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm tăng. Như vậy, mối quan hệ giữa đầu tư và mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm phụ thuộc vào thái độ đối với rủi ro của nhà quản trị.

### 3. Mô hình nghiên cứu

Với các luận điểm vừa trình bày, mô hình ước lượng ảnh hưởng của thái độ đối với rủi ro đến mối quan hệ giữa mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra và đầu tư của doanh nghiệp có thể được viết như sau:

$$INV_i = \beta_0 + \beta_1 UNCER_i + \beta_2 UNCER_i \times \beta_2 RISK_i + RISK_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Trong mô hình (1),  $INV_i$  là tỷ số giữa giá trị đầu tư dự kiến (vào máy móc, thiết bị, đất đai và nhà xưởng) và giá trị tài sản của doanh nghiệp  $i$ .  $UNCER_i$  là mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm, đo lường bằng hệ số biến đổi doanh thu kỳ vọng của doanh nghiệp  $i$  (Guiso & Parigi, 1999; Lê Khương Ninh & cộng sự, 2004)<sup>1</sup>. Hệ số  $\beta_1$  được kỳ vọng là âm do cơ sở lý thuyết đã cho thấy mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư của doanh nghiệp.

$RISK_i$  đo lường thái độ đối với rủi ro của nhà quản trị doanh nghiệp  $i$ . Để xây dựng biến này, nhà quản trị được yêu cầu chọn một trong hai tình huống giả định: (i) đầu tư một số tiền để chắc chắn có được 10% lãi và (ii) đầu tư số tiền giống vậy để có được 20% lãi với xác suất 50% hoặc mất trắng với xác suất 50%.  $RISK_i$  có trị số là 0 (sợ rủi ro) nếu nhà quản trị chọn tình huống (i) và là 1 (thích rủi ro) nếu chọn tình huống (ii). Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, nhà quản trị thích rủi ro sẽ đầu tư nhiều hơn khi mức độ không chắc chắn thị trường đầu ra tăng (Antonides & Van der Sar, 1990; Driver & Whelan, 2001; Andrade & Stafford, 2004; Akdogu & Mackay, 2008). Vì vậy, hệ số  $\beta$  được kỳ vọng là dương.

$UNCER_i \times RISK_i$  là tích số giữa  $UNCER_i$  và  $RISK_i$ . Biến này được sử dụng để kiểm định ảnh hưởng của thái độ đối với rủi ro đến mối quan hệ giữa mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra và đầu tư của doanh nghiệp  $i$ . Nhiều nghiên cứu (Bo & Sterken, 2007; Femminis, 2008; Chronopoulos & cộng sự, 2011; Whalley, 2011; Aistov & Kuzmicheva, 2012) lập luận rằng, đối với nhà quản trị sợ rủi ro, mối quan hệ giữa mức độ không chắc chắn về thị trường

đầu ra và đầu tư là nghịch biến. Đối với nhà quản trị này, do  $RISK_i = 0$  nên  $\partial INV_i / \partial UNCER_i = \beta_1$ . Vì vậy, hệ số  $\beta_1$  được kỳ vọng là âm. Đối với các nhà quản trị thích rủi ro, mối quan hệ này ngược lại. Do  $RISK_i = 1$  nên  $\partial INV_i / \partial UNCER_i = \beta_1 + \beta_2$ . Vì vậy, hệ số  $\beta_2$  được kỳ vọng là dương và  $\beta_2 > |\beta_1|$ ,  $\varepsilon_i$  là sai số ước lượng của mô hình nghiên cứu.

Để hoàn chỉnh, mô hình nghiên cứu cần bao gồm các yếu tố khác có ảnh hưởng đến đầu tư của doanh nghiệp mà các nghiên cứu trước (Bo & Lensink, 2005; Guiso & Parigi, 1999; Polder & Veldhuizen, 2012) đã chỉ ra (như lợi nhuận tích lũy, tăng trưởng doanh thu, mức độ cạnh tranh trên thị trường, v.v.). Khi đó, mô hình ước lượng trở thành:

$$INV_i = \beta_0 + \beta_1 UNCER_i + \beta_2 UNCER_i \times \beta_2 RISK_i + \beta_3 RISK_i + \beta_4 PRO_i + \beta_5 IRR_i + \beta_6 DSAL_i + \beta_7 COMP_i + \beta_8 COMP_i^2 + \beta_9 FAGE_i + \beta_{10} BRI_i + \beta_{11} BRP_i + \beta_{12} FSIZE_i + \beta_{13} MANU_i + \beta_{14} SERV_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

$PRO_i$  là tỷ số giữa lợi nhuận sau thuế và giá trị tài sản của doanh nghiệp  $i$ . Bo và Lensink (2005) và Bayraktar (2014) lập luận rằng, do bị hạn chế tín dụng bởi thông tin bất đối xứng, chi phí giao dịch và trách nhiệm hữu hạn, đầu tư của doanh nghiệp phụ thuộc chủ yếu vào nguồn tài trợ nội bộ (hay lợi nhuận tích lũy) do gặp khó khăn trong tiếp cận nguồn tín dụng. Do đó, hệ số  $\beta_4$  được kỳ vọng là dương.

$IRR_i$  là khả năng sang nhượng tài sản đã qua sử dụng của doanh nghiệp  $i$ . Nhà quản trị doanh nghiệp được yêu cầu đánh giá xem khả năng sang nhượng tài sản của doanh nghiệp là dễ hay khó để hình thành biến  $IRR1_i$  (có trị số là 1 nếu dễ sang nhượng tài sản và là 0 nếu khó). Chúng tôi cũng sử dụng giá trị sang nhượng tài sản so với giá trị ban đầu để xây dựng biến  $IRR2_i$  (tỷ số giữa giá sang nhượng và giá mua ban đầu của tài sản). Do khả năng sang nhượng tài sản phụ thuộc vào cả  $IRR1_i$  lẫn  $IRR2_i$  (Guiso & Parigi, 1999) nên chúng tôi sử dụng phương pháp phân tích nhân tố để kết hợp hai biến này thành một nhân tố (biến) chung  $IRR_i = w_1 IRR1_i + w_2 IRR2_i$ , với  $w_i$  là điểm số nhân tố. Trị số  $IRR_i$  càng lớn thì khả năng sang nhượng tài sản càng cao và sẽ kích thích doanh nghiệp đầu tư nhiều hơn. Vì vậy, hệ số  $\beta_5$  được kỳ vọng là dương.

$DSAL_i$  là tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp  $i$  (%/năm). Doanh thu tăng trưởng nhanh đồng nghĩa với triển vọng kinh doanh tốt. Do đó, doanh nghiệp sẽ tăng đầu tư để khai thác các cơ hội có được nhằm mở rộng thị phần (Guiso & Parigi, 1999; Bo & Sterken, 2007). Vì vậy, hệ số  $\beta_6$  được

kỳ vọng là dương.

$COMP_i$  là mức độ cạnh tranh mà doanh nghiệp phải đối mặt, đo lường bằng hệ số co giãn của lợi nhuận theo chi phí (profit elasticity  $-PE_i$ ).  $PE$  do Boone (2000) xây dựng và được phát triển bởi Boone (2001 và 2008) và Polder & Veldhuizen (2012). Theo các nghiên cứu này, mức độ cạnh tranh có thể được đo lường bằng tỷ số giữa số phần trăm thay đổi của lợi nhuận ( $\pi$ ) và số phần trăm thay đổi của  $MC$ . Nói cách khác, được tính bằng công thức:

$$PE_i = \frac{\Delta\pi_i / \pi_i (\%)}{\Delta MC_i / MC_i (\%)}$$

Do chi phí biên ( $MC$ ) rất khó đo lường nên các nghiên cứu sử dụng chi phí trung bình ( $AC$ ) để thay thế. Ngoài ra,  $AC$  của các doanh nghiệp hoạt động ở nhiều lĩnh vực và sản xuất nhiều loại sản phẩm khác nhau sẽ được tính bằng tỷ số giữa tổng chi phí và tổng doanh thu của doanh nghiệp ( $AC=TC/TR$ ) do không thể cộng tổng sản lượng (Polder & Veldhuizen, 2012). Khi đó,  $PE_i$  được tính bằng công thức:

$$PE_i = \frac{\Delta\bar{\pi}_i / \bar{\pi}_i (\%)}{\Delta AC_i / AC_i (\%)} < 0, \text{ với } \bar{\pi}_i = \pi_i / TR_i$$

Như vừa phân tích, nếu cạnh tranh càng gay gắt thì trị số của  $PE_i$  sẽ càng nhỏ (âm). Do đó, để tiện cho việc lý giải ảnh hưởng của mức độ cạnh tranh đến đầu tư của doanh nghiệp, chúng tôi đo lường mức độ cạnh tranh bằng biến  $COMP_i = |PE_i|$ . Trị số của biến  $COMP_i$  càng lớn chứng tỏ doanh nghiệp đang hoạt động trong môi trường cạnh tranh gay gắt.  $COMP_i^2$  được sử dụng để kiểm định mối quan hệ phi tuyến (dạng  $\cap$ ) giữa mức độ cạnh tranh và đầu tư của doanh nghiệp. Nielsen (2002), Aghion & cộng sự (2005), Moretto (2008), Akdogu & Mackay (2008) hay Polder & Veldhuizen (2012) cho rằng, các doanh nghiệp hoạt động trong môi trường ít cạnh tranh thường có chi phí hoạt động cao do động cơ lệch lạc. Khi áp lực cạnh tranh tăng, doanh nghiệp buộc phải đẩy mạnh đầu tư nhằm giảm thiểu chi phí, nâng cao hiệu quả và ngăn chặn đối thủ để tránh bị thu hẹp thị phần. Song, nếu vượt qua giới hạn nhất định, cạnh tranh trở nên quá gay gắt, “khoảng trống” thị trường nhỏ dần và lợi ích không còn nên doanh nghiệp sẽ giảm đầu tư. Vì vậy, hệ số  $\beta_7$  được kỳ vọng là dương và hệ số  $\beta_8$  là âm.  $FAGE_i$  là số năm hoạt động (tuổi) của doanh nghiệp  $i$ . doanh nghiệp trẻ thường có xu hướng đẩy mạnh đầu tư để tăng trưởng và mở rộng thị trường nhằm tránh thất bại và lãng phí các khoản đầu tư cố định đã thực hiện. Do đó,  $\beta_9$  được kỳ vọng là âm (Hansen, 1992;

Moohammad & cộng sự, 2014).

$BRI_i$  là tỷ số giữa số tiền “bôi trơn” và giá trị tài sản của doanh nghiệp  $i$ .  $BRI_i^2$  (bình phương của  $BRI$ ) được sử dụng để kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa chi phí “bôi trơn” và đầu tư của doanh nghiệp. Nếu được “bôi trơn”, bộ máy hành chính quan liêu sẽ vận hành trơn tru hơn, nhờ đó doanh nghiệp tranh thủ được các cơ hội sinh lợi nên sẽ tăng đầu tư. Tuy nhiên, mặc dù được bôi trơn, cán bộ biển chức có thể cố tình không thực hiện lời hứa để buộc doanh nghiệp “bôi trơn” nhiều hơn. Nếu phải “bôi trơn” quá nhiều, lợi nhuận kỳ vọng từ hoạt động đầu tư sẽ giảm khiến doanh nghiệp hạn chế đầu tư. Do đó, mối quan hệ giữa chi phí “bôi trơn” và đầu tư của doanh nghiệp sẽ có dạng  $\cap$  (Svensson, 2005; Lê Khương Ninh, 2008). Vì vậy, hệ số  $\beta_{10}$  được kỳ vọng là dương và hệ số  $\beta_{11}$  âm.

$FSIZE_i$  là quy mô doanh nghiệp  $i$ , đo lường bằng logarit tự nhiên của giá trị tài sản của doanh nghiệp. Thực tế cho thấy, các doanh nghiệp ngoài quốc doanh quy mô lớn có xu hướng ít thực hiện các khoản đầu tư quá lớn bởi khó tìm được cơ hội tốt. Do đó,  $\beta_{12}$  được kỳ vọng là âm (Hansen, 1992; Lê Khương Ninh & cộng sự, 2007; Akdogu & MacKay, 2008).

$MANU_i$  và  $SERV_i$  được dùng để kiểm định sự khác biệt trong đầu tư của các doanh nghiệp kinh doanh ở các lĩnh vực (sản xuất, thương mại và dịch vụ).  $MANU_i$  có trị số là 1 đối với doanh nghiệp sản xuất và là 0 đối với doanh nghiệp khác.  $SERV_i$  có trị số là 1 đối với doanh nghiệp dịch vụ và là 0 đối với doanh nghiệp khác. Các hệ số  $\beta_{13}$  và  $\beta_{14}$  có thể dương hoặc âm tùy vào môi trường hoạt động của các doanh nghiệp.

#### 4. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết sử dụng hệ thống dữ liệu sơ cấp được thu thập ngẫu nhiên từ 667 doanh nghiệp ngoài quốc doanh ở Đồng bằng sông Cửu Long, sử dụng bảng câu hỏi được soạn sẵn và chỉnh lý sau nhiều lần khảo sát thử. Mẫu khảo sát bao gồm 42 doanh nghiệp ở An Giang (chiếm 6,3% số doanh nghiệp được khảo sát), 24 ở Bạc Liêu (3,6%), 22 ở Bến Tre (3,3%), 44 ở Cà Mau (6,6%), 194 ở Cần Thơ (29,1%), 43 ở Đồng Tháp (6,5%), 53 ở Hậu Giang (7,9%), 43 ở Kiên Giang (6,5%), 52 ở Long An (7,8%), 44 ở Sóc Trăng (6,6%), 24 ở Tiền Giang (3,6%), 25 ở Trà Vinh (3,7%) và 57 ở Vĩnh Long (8,5%). Dữ liệu được thu thập phản ánh các đặc điểm chung, tình hình hoạt động kinh doanh, thực trạng đầu tư và đầu tư dự kiến của doanh nghiệp.

**Bảng 1: Kỳ vọng về dấu của hệ số của các biến độc lập**

<i>Biến</i>	<i>Ý nghĩa</i>	<i>Dấu kỳ vọng của các hệ số</i>
$UNCER_i$	Mức độ không chắc chắn thị trường đầu ra, đo lường bằng hệ số biến đổi doanh thu kỳ vọng của doanh nghiệp $i$	-
$RISK_i$	Có trị số là 0 đối với nhà quản trị sợ rủi ro và 1 đối với nhà quản trị thích rủi ro	+
$UNCER_i \times RISK_i$	Tích số giữa $UNCER_i$ và $RISK_i$	+
$PRO_i$	Tỷ số giữa lợi nhuận sau thuế và giá trị tài sản của doanh nghiệp $i$	+
$IRR_i$	Khả năng sang nhượng tài sản của doanh nghiệp $i$	+
$DSAL_i$	Tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp $i$ (%/năm)	+
$COMP_i$	Mức độ cạnh tranh mà doanh nghiệp $i$ phải đối mặt, đo lường bằng hệ số co giãn của lợi nhuận theo chi phí ( $PE_i$ )	+
$COMP_i^2$	Bình phương $COMP_i$	-
$FAGE_i$	Số năm hoạt động của doanh nghiệp $i$	-
$BRI_i$	Tỷ số giữa số tiền “bôi trơn” và giá trị tài sản của doanh nghiệp $i$	+
$BRI_i^2$	Bình phương $BRI_i$	-
$FSIZE_i$	Logarit tự nhiên giá trị tài sản của doanh nghiệp $i$	-
$MANU_i$	Có trị số là 1 đối với doanh nghiệp sản xuất và là 0 đối với các doanh nghiệp khác	+/-
$SERV_i$	Có trị số là 1 đối với doanh nghiệp dịch vụ và là 0 đối với các doanh nghiệp khác.	+/-

**Bảng 2: Một số tiêu chí của doanh nghiệp**

	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Nhỏ nhất</i>	<i>Lớn nhất</i>
Tuổi (năm)	10	9	2	52
Giá trị tài sản (triệu đồng)	146.913	492.392	130	6.750.400
Doanh thu (triệu đồng)	210.402	539.048	50	5.450.131
Lợi nhuận (triệu đồng)	16.761	77.904	-705.087	1.200.000
Giá trị đầu tư (triệu đồng)	14.402	60.835	0	793.000

Nguồn: Số liệu tự khảo sát năm 2014.

Thực trạng hoạt động kinh doanh và đầu tư của doanh nghiệp được khái quát bằng phương pháp thống kê mô tả. Sau đó, chúng tôi sử dụng phương pháp Tobit để ước lượng ảnh hưởng của thái độ đối với rủi ro của nhà quản trị đến mối quan hệ giữa mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra và đầu tư của các doanh nghiệp được khảo sát.

## 5. Kết quả nghiên cứu

### 5.1. Thực trạng của các doanh nghiệp

Kết quả khảo sát cho thấy, giá trị tài sản bình quân của các doanh nghiệp trong mẫu năm 2013 là 146.913 triệu đồng và tuổi bình quân là 10 năm (Bảng 2). Có 231 công ty trách nhiệm hữu hạn (chiếm 34,6% số doanh nghiệp được khảo sát), 193 công ty cổ phần (28,9%) và 180 doanh nghiệp tư

nhân (27%). Có 154 doanh nghiệp tham gia hoạt động xuất khẩu (chiếm 23,1%).

Năm 2013, doanh thu bình quân của các doanh nghiệp là 210.402 triệu VND (tăng 17,4% so với năm 2012). Lợi nhuận bình quân năm 2013 là 16.761 triệu VND (tăng 6,8% so với năm 2012). Song, chi phí hoạt động tăng cao (18,4% so với năm 2012) nên tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS) năm 2013 của các doanh nghiệp chỉ xấp xỉ 8%. Điều đó cho thấy, tuy doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng khá tốt nhưng doanh nghiệp chưa sử dụng hiệu quả các nguồn lực nên chi phí còn cao.

Xấp xỉ 46,3% doanh nghiệp thực hiện “bôi trơn” với số tiền bình quân là 192,2 triệu VND/năm. Hoạt động “bôi trơn” dường như phổ biến trong cộng

**Bảng 3: Giá trị đầu tư của các doanh nghiệp**

Nguồn vốn đầu tư	Đầu tư năm 2013		Đầu tư dự kiến năm 2015		Thay đổi năm 2015 so với năm 2013 (%)
	Số tiền (triệu đồng)	Tỷ trọng (%)	Số tiền (triệu đồng)	Tỷ trọng (%)	
Vốn tự có	9.472,03	65,77	5.142,61	58,57	-45,71
Vay ngân hàng thương mại cổ phần	2.976,26	20,66	2.169,25	24,71	-27,11
Vay ngân hàng thương mại quốc doanh	1.432,91	9,95	1.022,82	11,65	-28,62
Vay NH nước ngoài	221,11	1,54	90,67	1,03	-58,99
Vay hỗ trợ lãi suất của CP	30,58	0,21	19,34	0,22	-36,76
Vay từ nguồn khác	269,51	1,87	335,13	3,82	24,35
<b>Tổng số tiền đầu tư</b>	<b>14.402,41</b>	<b>100,00</b>	<b>8.779,81</b>	<b>100,00</b>	<b>-39,04</b>

Nguồn: Số liệu tự khảo sát năm 2014.

đồng doanh nghiệp ở Đồng bằng sông Cửu Long, bởi có đến 45,6% doanh nghiệp thực hiện “bôi trơn” tự nguyện và 48,5% doanh nghiệp xem việc “bôi trơn” là quy ước ngầm. Hình thức “bôi trơn” phổ biến được sử dụng là quà cáp (56% số doanh nghiệp thực hiện “bôi trơn”), tiệc tùng (54,3%) và tiền mặt (52,8%). Có doanh nghiệp thực hiện cùng lúc nhiều hình thức “bôi trơn”.

Giá trị đầu tư bình quân năm 2013 của các doanh nghiệp là 14.402 triệu VND (Bảng 2). Do kinh tế suy thoái và nhu cầu thị trường sụt giảm nên đầu tư dự kiến năm 2015 của các doanh nghiệp chỉ còn 8.779,8 triệu VND (giảm 39,04% so với năm 2013). Ba nguồn vốn chủ lực được doanh nghiệp sử dụng để tài trợ đầu tư là vốn tự có (từ lợi nhuận tích lũy) và vốn vay ngân hàng thương mại (cổ phần và quốc doanh), cho thấy vai trò quan trọng của vốn tự có đối với đầu tư của doanh nghiệp (xấp xỉ 65,77% giá trị đầu tư của các doanh nghiệp được khảo sát). Khi quyết định đầu tư, doanh nghiệp còn quan tâm đến lợi nhuận và sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm (hệ số biến đổi doanh thu kỳ vọng bình quân của các doanh nghiệp là 37,7%). Lê Khương Ninh & cộng sự (2004) cũng ước lượng trị số bình quân của hệ số biến đổi doanh thu kỳ vọng đối với các doanh nghiệp ở Đồng bằng sông Cửu Long năm 2000 là 17,9%. Điều đó cho thấy, ở chừng mực nhất định, mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của các doanh nghiệp ở Đồng bằng sông Cửu Long có xu hướng tăng theo thời gian.

### 5.2. Kết quả ước lượng

Phần này trình bày kết quả ước lượng ảnh hưởng của thái độ đối với rủi ro đến mối quan hệ giữa mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản

phẩm và đầu tư của doanh nghiệp. Trước khi ước lượng, chúng tôi tiến hành kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy. Hệ số tương quan giữa các biến độc lập ( $r_{ij}$ ) đều bé hơn 0,8 ( $0,0002 \leq |r_{ij}| \leq 0,532$ ), chứng tỏ mô hình nghiên cứu thực nghiệm không bị hiện tượng đa cộng tuyến. Ngoài ra, chúng tôi sử dụng tùy chọn Robust trong phần mềm Stata để kiểm tra và khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi trong mô hình nghiên cứu thực nghiệm.

Trước tiên, chúng tôi kiểm định ảnh hưởng của sự không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm đến đầu tư với giả định là nhà quản trị doanh nghiệp bàng quan đối với rủi ro (Mô hình 2a, Bảng 4). Kết quả ước lượng cho thấy, hệ số  $\beta_1$  của biến  $UNCER_i$  có trị số là -0,115 ở mức ý nghĩa 10%, ngụ ý rằng nếu nhà quản trị bàng quan đối với rủi ro, mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm tăng thì đầu tư của doanh nghiệp giảm.

Biến  $RISK_i$  được bổ sung vào Mô hình 2b (Bảng 4) để kiểm định ảnh hưởng của thái độ đối với rủi ro đến đầu tư của doanh nghiệp. Hệ số của biến  $RISK_i$  là 0,085 ở mức ý nghĩa 10%, cho thấy các nhà quản trị thích rủi ro có xu hướng đầu tư nhiều hơn so với các nhà quản trị sợ rủi ro. Song, kết quả nghiên cứu thực nghiệm gần đây ghi nhận, thái độ đối với rủi ro có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà quản trị khi không chắc chắn về thị trường đầu ra nên chúng tôi tiến hành ước lượng Mô hình 2c. Kết quả ước lượng Mô hình 2c cho thấy, hệ số  $\beta_2$  của biến  $UNCER_i \times RISK_i$  có trị số dương ở mức ý nghĩa 5%. Như vậy, đối với nhà quản trị thích rủi ro ( $RISK_i=1$ ), khi mức độ không chắc chắn càng cao, đầu tư của doanh nghiệp sẽ càng nhiều, bởi  $\partial IVN_i / \partial UNCER_i =$

**Bảng 4: Kết quả hồi quy***Biến phụ thuộc: INV – Đầu tư dự kiến của doanh nghiệp năm 2015*

<i>Biến số</i>	<i>Mô hình 2a</i>	<i>Mô hình 2b</i>	<i>Mô hình 2c</i>
<i>C</i>	-0,038	-0,035	-0,024
	–	–	–
<i>UNCER<sub>i</sub></i>	-0,115* (-0,045)	-0,126* (-0,048)	-0,151** (-0,059)
<i>UNCER<sub>i</sub> × RISK<sub>i</sub></i>			0,215** (0,084)
<i>RISK<sub>i</sub></i>		0,085* (0,035)	
<i>PRO<sub>i</sub></i>	0,252*** (0,098)	0,246*** (0,094)	0,251*** (0,098)
<i>IRR<sub>i</sub></i>	0,045*** (0,018)	0,047*** (0,018)	0,048*** (0,019)
<i>DSAL<sub>i</sub></i>	0,002*** (0,001)	0,002*** (0,001)	0,002*** (0,001)
<i>COMP<sub>i</sub></i>	0,005*** (0,002)	0,005*** (0,002)	0,005*** (0,002)
<i>COMP<sub>i</sub><sup>2</sup></i>	-0,000** (-0,000)	-0,000** (-0,000)	-0,000** (-0,000)
<i>FAGE<sub>i</sub></i>	-0,002 (-0,001)	-0,002 (-0,001)	-0,002 (-0,001)
<i>BRI<sub>i</sub></i>	7,375*** (2,856)	7,223*** (2,763)	6,972*** (2,722)
<i>BRI<sub>i</sub><sup>2</sup></i>	-58,675* (-22,722)	-57,327* (-21,929)	-55,203* (-21,557)
<i>FSIZE<sub>i</sub></i>	-0,002 (-0,001)	-0,002 (-0,001)	-0,002 (-0,001)
<i>MANU<sub>i</sub></i>	-0,006 (-0,002)	-0,011 (-0,004)	-0,011 (-0,004)
<i>SERV<sub>i</sub></i>	-0,046 (-0,017)	-0,050 (-0,018)	-0,051 (-0,019)
Số quan sát ( <i>N</i> )	667	667	667
Trị số F	5,050	4,550	4,650
Mức ý nghĩa mô hình	0,000	0,000	0,000
Trị số log likelihood	-334,551	-332,607	-331,879

*Ghi chú:* Giá trị được trình bày ở dòng thứ 1 của mỗi biến số là hệ số  $\beta_i$ . Dòng thứ 2 là giá trị tác động biên của biến độc lập đối với biến phụ thuộc ( $\partial INV / \partial X_i$ ). \*\*\*: mức ý nghĩa 1%; \*\*: mức ý nghĩa 5%; \*: mức ý nghĩa 10%. *Nguồn: Số liệu tự khảo sát năm 2014.*

-0.059+0.084=0.025. Ngược lại, đối với nhà quản trị sợ rủi ro ( $RISK_i=0$ ), đầu tư giảm khi mức độ không chắc chắn tăng ( $\partial INV / \partial UNCER_i = -0.059$ ).

Hệ số  $\beta_4$  của biến  $PRO_i$  có trị số dương ở mức ý nghĩa 1%, ngụ ý rằng lợi nhuận càng cao thì doanh nghiệp đầu tư càng nhiều do hầu hết doanh nghiệp ở Đồng bằng sông Cửu Long đều gặp khó khăn trong tiếp cận các nguồn vốn vay do bị hạn chế tín dụng. Hệ số  $\beta_5$  của biến  $IRR_i$  cũng có trị số dương ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy nếu dễ sang nhượng tài sản với giá trị càng cao thì doanh nghiệp sẽ đầu tư càng nhiều. Hệ số  $\beta_6$  của biến  $DSAL_i$  cũng có trị số

dương ở mức ý nghĩa 1%. Hệ số hồi quy của hầu hết các biến khác đều có ý nghĩa thống kê đúng như kỳ vọng, ngoại trừ  $FAGE_i$ ,  $FSIZE_i$ ,  $MANU_i$  và  $SERV_i$ .

## 6. Kết luận và khuyến nghị

Kết quả nghiên cứu cho thấy, ảnh hưởng của mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra đến đầu tư của các doanh nghiệp nghịch biến nếu nhà quản trị sợ rủi ro. Đây là hệ quả của việc nhà quản trị sợ rủi ro tạm hoãn đầu tư để thu thập thêm thông tin trước khi quyết định đầu tư nhằm tránh thất bại nên phải hồi tiếc. Ngược lại, ảnh hưởng của mức độ không chắc chắn đến đầu tư của các doanh nghiệp lại đồng

biến nếu nhà quản trị thích rủi ro do sự tự tin vào năng lực bản thân, muốn đột phá và lạc quan về tương lai. Ngoài ra, ảnh hưởng của mức độ cạnh tranh và chi phí “bôi trơn” đến đầu tư của doanh nghiệp có dạng  $\cap$ . Kết quả nghiên cứu còn cho thấy, lợi nhuận và khả năng sang nhượng tài sản cao cũng kích thích doanh nghiệp đầu tư nhiều hơn.

Như đã đề cập, quyết định đầu tư của nhà quản lý thích rủi ro hay sợ rủi ro đều có thể mang lại kết quả không mong muốn nếu không nhận định chính xác về mức độ không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm. Do đó, để dự báo chính xác biến động của thị trường, doanh nghiệp cần thành lập bộ phận chuyên trách (hay thuê chuyên gia tư

vấn) dự báo nhu cầu thị trường để kịp thời ứng phó với các biến động bất thường cũng như xây dựng chiến lược kinh doanh phù hợp cho từng thời kỳ. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cần phân bổ nguồn lực cho các cơ hội kinh doanh mà lợi ích do chúng mang lại ít có quan hệ với nhau (đa dạng hóa). Doanh nghiệp cũng có thể sử dụng các công cụ bảo hiểm rủi ro (như hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai hay hợp đồng hoán đổi) để giảm thiểu rủi ro cho các quyết định đầu tư của mình trong điều kiện không chắc chắn về thị trường đầu ra của sản phẩm. Mặt khác, Chính phủ cần thành lập cơ quan chuyên trách hỗ trợ cung cấp thông tin thị trường cho doanh nghiệp.  $\square$

<sup>1</sup> Từ dữ liệu thu thập được, chúng tôi tính trị số được trung bình ( $CM = (1+d^e) \times S_0$ ) và phương sai ( $CV = (\sigma^2)^e \times S_0^2$ ) của doanh thu kỳ vọng năm 2015 của DN theo nhận định của nhà quản lý năm 2014 ( $S_0$  là doanh thu của năm gốc (2013),  $d^e$  là trung bình và  $(\sigma^2)^e$  là phương sai tỷ lệ tăng trưởng doanh thu kỳ vọng của DN năm 2015. Trên cơ sở đó, chúng tôi tính hệ số biến đổi doanh thu kỳ vọng của DN ( $UNCER = \sqrt{CV}/CM$ ).

## Ghi chú:

### Tài liệu tham khảo

- Aghion, P., Bloom, N., Blundell, R., Griffith, R. & Howitt, P. (2005), ‘Competition and Innovation: An Inverted-U Relationship,’ *Quarterly Journal of Economics*, 120(2), 701–728.
- Akdođđu, E. & MacKay, P. (2008), ‘Investment and Competition,’ *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(2), 299–330.
- Andrade, G. & Stafford, E. (2004), ‘Investigating the Economic Role of Mergers,’ *Journal of Corporate Finance*, 10, 1–36.
- Antonides, G. & Van der Sar, N.L. (1990), ‘Individual Expectations, Risk Perception and Preferences in Relation to Investment Decision Making,’ *Journal of Economic Psychology*, 11, 227–245.
- Aistov, A. & Kuzmicheva, E. (2012), ‘Investment Decisions under Uncertainty: Example of Russian Companies,’ *Proceedings in Finance and Risk Perspectives*, 12, 378–392.
- Bayraktar, N. (2014), ‘Fixed Investment/Fundamental Sensitivites under Financial Constraints,’ *Journal of Economics and Business*, 75, 25–59.
- Berk, J. (1999), ‘A Simple Approach for Deciding When to Invest,’ *American Economic Review*, 89(5), 1319–1326.
- Block, J., Sandner, P. & Spiegel, F. (2015), ‘How Do Risk Attitudes Differ within the Group of Entrepreneurs? The Role of Motivation and Precedural Utility,’ *Journal of Small Business Management*, 53(1), 183–206.
- Bo, H. & Lensink, R. (2005), ‘Is the Investment–Uncertainty Relationship Non-Linear? An Empirical Analysis for the Netherlands,’ *Economica*, 72(286), 307–331.
- Bo, H. & Sterken, S. (2007), ‘Attitude towards Risk, Uncertainty, and Fixed Investment,’ *The North American Journal of Economics and Finance*, 18(1), 59–75.
- Boone, J. (2000), ‘Competitive Pressure: the Effects on Investments in Product and Process Innovation,’ *Rand Journal of Economics*, 31(3), 549–569.
- Boone, J. (2001), ‘Intensity of Competition and the Incentive to Innovate,’ *International Journal of Industrial Organization*, 19, 705–726.
- Boone, J. (2008), ‘A New Way to Measure Competition,’ *Economic Journal*, 118, 1245–1261.
- Chronopoulos, M., De Reyck, B. & Siddiqui, A. (2011), ‘Optimal Investment under Operational Flexibility, Risk Aversion, and Uncertainty,’ *European Journal of Operational Research*, 213, 221–237.



- Driver, C. & Whelan, B. (2001), 'The Effect of Business Risk on Manufacturing Investment Sectoral Survey Evidence from Ireland,' *Journal of Economic Behavior & Organization*, 44, 403–412.
- Femminis, G. (2008), 'Risk-Aversion and the Investment–Uncertainty Relationship: The Role of Capital Depreciation,' *Journal of Economic Behavior & Organization*, 65, 585–591.
- Ghosal, V. & Loungani, P. (2000), 'The Differential Impact of Uncertainty on Investment in Small and Large Businesses,' *Review of Economics and Statistics*, 82(2), 338–343.
- Guiso, L. & Parigi, G. (1999), 'Investment and Demand Uncertainty,' *Quarterly Journal of Economics*, 114, 185–227.
- Hansen, J.A. (1992), 'Innovation, Firm Size, and Firm Age,' *Small Business Economics*, 4(1), pp. 37–44.
- Le Khuong Ninh, Hermes, N. & Lanjouw, G. (2004), 'Investment, Uncertainty and Irreversibility: An Empirical Study of Rice Mills in the Mekong River Delta, Vietnam,' *Economics of Transition*, 12(2), 307–332.
- Lê Khương Ninh, Phạm Lê Thông, Lê Tấn Nghiêm, Phan Anh Tú & Huỳnh Việt Khải (2007), 'Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp ngoài quốc doanh ở Đồng bằng sông Cửu Long,' *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 4-2007, 47–55.
- Lê Khương Ninh (2008), 'Chi phí bôi trơn và Quyết định đầu tư của Doanh nghiệp ngoài quốc doanh ở Đồng bằng sông Cửu Long,' *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 3-2008, 68–76.
- Luehrman, T. (1998), 'Investment Opportunities as Real Options: Getting Started on the Numbers', *Harvard Business Review*, July-August, 3–15.
- Maki, T., Yotsuya, K. & Yagi, T. (2005), 'Economic Growth and the Riskiness of Investment in Firm-Specific Skills,' *European Economic Review*, 49, 1033–1049.
- Mohammad, A.Y., Nor'Aini, Y. & Kamal, E.M. (2014), 'Influences of Firm Size, Age and Sector on Innovation Behaviour of Construction Consultancy Services Organizations in Developing Countries,' *Culture*, 4(4), 01–09.
- Moretto, M. (2008), 'Competition and Irreversible Investments under Uncertainty,' *Information Economics and Policy*, 20, 75–88.
- Nakamura, T. (1999), 'Risk-Aversion and the Uncertainty-Investment Relationship: A Note,' *Journal of Economic Behavior & Organization*, 38, 357–363.
- Nielsen, M.J. (2002), 'Competition and Irreversible Investments,' *International Journal of Industrial Organization*, 20(2002), 731–743.
- Nishihara, M. & Shibata, T., (2014), 'Preemption, Leverage, and Financing Constraints,' *Review of Financial Economics*, 23, 75–89.
- Polder, M. & Veldhuizen, E. (2012), 'Innovation and Competition in the Netherlands: Testing the Inverted-U for Industries and Firms,' *Journal of Industry, Competition and Trade*, 12(1), 67–91.
- Svensson, J. (2005), 'Eight Questions about Corruption,' *Journal of Economic Perspectives*, 19(3), 19–42.
- Whalley, A. E. (2011), 'Optimal R&D Investment for a Risk-Averse Entrepreneur,' *Journal of Economic Dynamics & Control*, 35, 413–429.