

CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN QUYẾT ĐỊNH TÀI TRỢ NỢ CỦA CÁC CÔNG TY - TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VÀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

FACTORS INFLUENCING DEBT FINANCING DECISIONS OF CORPORATIONS – THEORETICAL AND EMPIRICAL LITERATURE REVIEW

Ngày nhận bài: 14/10/2019

Ngày chấp nhận đăng: 30/12/2019

Ngô Văn Toàn

TÓM TẮT

Trong nửa thế kỷ qua, đã có sự quan tâm ngày càng tăng trong việc xác định các yếu tố ảnh hưởng đến việc vay nợ trong các công ty. Dựa trên các nghiên cứu có sẵn, kể cả từ các nền kinh tế phát triển và đang phát triển, các nghiên cứu đánh giá lý thuyết này đã xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định tài trợ nợ trong công ty. Áp dụng phương pháp nghiên cứu dữ liệu có sẵn, nghiên cứu này đã sử dụng cách tiếp cận ba bước: Lý thuyết, phương pháp luận và thực nghiệm. Cách tiếp cận lý thuyết đã xem xét các lý thuyết chính được đề xuất liên quan đến các quyết định tài trợ nợ của công ty. Phương pháp tiếp cận đã giúp xác định các mô hình khái niệm áp dụng phổ biến và các kết quả thực nghiệm liên quan đến các yếu tố ảnh hưởng đến tài trợ nợ của các công ty. Các yếu tố được xác định là cả hai yếu tố bên trong công ty và bên ngoài công ty và kết quả thực nghiệm cho kết quả mối quan hệ tác động cùng chiều hoặc tác động ngược chiều.

Từ khóa: Tài trợ nợ, đòn bẩy tài chính, các lý thuyết tài trợ nợ, các yếu tố bên trong công ty, các yếu tố bên ngoài công ty.

ABSTRACT

Over the past half century, there has been an increasing interest on identifying the factors influencing debt financing within corporations. Based on available literature, both from developed and developing economies, this literature review paper examined the factors influencing debt financing decisions within corporations. Applying desktop research methodology, the paper used a three-thronged approach: theoretical, methodological and empirical. The theoretical approach reviewed the key theories proposed with respect to corporations' debt financing decisions. The methodology approach helped in identifying the common applicable conceptual models and the empirical findings related to the factors affecting debt financing of corporations. The factors identified were both firm specific and macroeconomic factors, and the empirical findings showed either positive or negative relationship results.

Keywords: Debt financing, financial leverage, debt financing theories, firm specific factors, macroeconomic factors.

1. Giới thiệu

Tài trợ nợ là yếu tố chính của tài trợ bên ngoài cho các công ty huy động thêm vốn sau khi hình thành (Baltacı & Ayaydin, 2014). Đã có sự gia tăng đáng kể về tài trợ bên ngoài trong những năm qua, đặc biệt rõ ràng trong thời kỳ mở rộng kinh tế của các công ty (Mizruchi & Stearns, 1994). Phần lớn các công ty đang tìm kiếm các lựa chọn tài trợ bên ngoài sử dụng tài trợ bằng nợ thay vì tài trợ bằng vốn cổ phần (Goswami & Shrikhande, 2001). Họ cho rằng đây là

trường hợp của hầu hết các công ty từ các nền kinh tế công nghiệp khác nhau trên thế giới kể từ khi mở rộng hoạt động sản xuất, kể cả ở trong nước và nước ngoài, cho các công ty đa quốc gia lựa chọn tài trợ bằng nợ trên thị trường vốn trong nước và quốc tế. Theo O'Brien & David (2010), Mayer (1988),

Ngô Văn Toàn, Trường Đại học Tài chính – Marketing

trong nghiên cứu về các vấn đề mới trong tài chính doanh nghiệp, ước tính tài trợ nợ ở mức 90% của tất cả các khoản tài trợ bên ngoài mới.

Tài trợ nợ có cả ưu điểm và nhược điểm đối với sự tăng trưởng của các công ty và cho các khoản đầu tư chiến lược của nó (O'Brien & David, 2010). Theo Fama & French (2002), lợi ích của việc vay nợ bao gồm khấu trừ thuế của lãi và giảm các vấn đề về dòng tiền tự do, trong khi chi phí cho vay nợ bao gồm chi phí phá sản tiềm ẩn và xung đột đại diện giữa các cổ đông và chủ nợ. Do đó, khi đưa ra quyết định tài trợ nợ, các nhà quản lý cố gắng tạo ra sự cân bằng giữa lợi thế thuế doanh nghiệp của việc vay nợ và chi phí của sự khó khăn (khốn khó) tài chính phát sinh từ rủi ro phá sản (Kraus & Litzenberger, 1973) và chi phí đại diện (Jensen & Meckling, 1976). Nghiên cứu mở rộng đã được thực hiện, cố gắng đưa ra lời giải thích về cách tạo ra mức tài trợ nợ tốt nhất có tính đến các lợi thế và rủi ro, nhưng cho đến nay vẫn chưa đưa ra một lý thuyết nào thuyết phục (Baltaci & Ayaydin, 2014; Myers, 1984). Tuy nhiên, các nghiên cứu quản trị tài chính đã chấp nhận một số lý thuyết có điều kiện về tài trợ nợ.

Mặt khác, đã có sự quan tâm ngày càng tăng trong việc xác định các yếu tố ảnh hưởng đến việc tài trợ nợ trong các công ty. Từ công trình ban đầu của Modigliani & Miller (1958) đến các nghiên cứu gần đây như Jõeveer (2013), Jiraporn, Kim & Kitsabunnarat (2012), Kayo & Kimura (2011) và Fan, Titman & Twite (2012), các yếu tố quyết định tài trợ nợ tiếp tục là một chủ đề được quan tâm trong kinh tế tài chính và đã tạo ra một khối lượng lớn các công trình nghiên cứu. Frank & Goyal (2009) lập luận rằng các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định tài trợ nợ vẫn không thể định nghĩa được mặc dù có rất nhiều nghiên cứu lý thuyết và nhiều thập kỷ kiểm định thực nghiệm. Để hỗ trợ cho lập luận của Frank &

Goyal, Stearns & Mizruchi (1993) đã nhận ra rằng, trong khi tài trợ nợ được cho là hoạt động được các công ty chấp nhận rộng rãi, trong khi các yếu tố quyết định chính yếu thì ít được biết đến.

2. Các lý thuyết tài trợ nợ

Lập luận cho sự tồn tại của mức tài trợ nợ tối ưu đã khiến các nhà nghiên cứu giữ được lâu trong lĩnh vực này trong nhiều thập kỷ. Các nghiên cứu đã phân tích tài trợ nợ để xác định xem có tồn tại mức tài trợ nợ tối ưu hay không. Một mức tài trợ nợ tối ưu sẽ là một mức sẽ giảm thiểu chi phí vốn của một công ty trong khi tối đa hóa giá trị của công ty. Theo Miller (2012), việc cân bằng chi phí phá sản so với lợi thế từ thuế đối với việc vay nợ sẽ tạo ra một cấu trúc vốn tối ưu. Do đó, các quyết định về mức độ tài trợ nợ có tác động đến sự thành công của công ty. Chính xác làm thế nào các công ty quyết định số nợ trong cấu trúc vốn của họ vẫn là vấn đề chưa có câu trả lời (Rao, Al-Yahyaee & Syed, 2007).

Myers (2001) lập luận rằng không có lý thuyết nào về sự lựa chọn tài trợ nợ được chấp nhận rộng rãi và không có lý do gì để mong đợi. Tuy nhiên, ông đồng ý với thực tế là có một số lý thuyết có điều kiện đã được chấp nhận. Hầu hết các nghiên cứu tài chính doanh nghiệp đều cho rằng lý thuyết về sự đánh đổi, trong đó thuế và gánh nặng chi phí phá sản được xem xét (Frank & Goyal, 2009). Theo lý thuyết này, các công ty tìm kiếm mức tài trợ nợ cân bằng lợi thế về thuế của nợ bổ sung so với chi phí phá sản có thể xảy ra (Myers, 2001). Myers (1984) đã đề xuất lý thuyết về trật tự phân hạng (thứ tự tăng vốn), trong đó ưu tiên thu nhập giữ lại, nợ và sau đó là vốn chủ sở hữu. Frank & Goyal (2009) cho biết ý tưởng cho rằng các công ty hứa hẹn trong “định thời điểm thị trường” cũng đã trở nên phổ biến. Cuối cùng, lý thuyết đại diện ẩn chứa trong phần lớn các cuộc tranh luận lý thuyết. Các mối quan tâm

của lý thuyết đại diện thường được đề cập trong khuôn khổ đánh đổi khi được suy luận rộng rãi. Mỗi lý thuyết đã cố gắng giải thích lý do đằng sau sự lựa chọn giữa tài trợ nợ và các hình thức tài chính khác.

Có những lý thuyết khác gần đây đã được đề xuất. Jensen (1986) đã phát triển lý thuyết dòng tiền tự do, trong đó Jensen cho rằng dòng tiền tự do cho phép các công ty quản lý tài trợ cho các dự án kiếm được lợi nhuận thấp, vốn không được tài trợ bởi thị trường vốn chủ sở hữu hoặc trái phiếu, do đó giảm tài trợ nợ. Myers & Majluf (1984), đã đóng góp cho giả thuyết bất cân xứng thông tin trong tài trợ nợ. Họ lập luận rằng các vấn đề bất cân xứng thông tin quyết định cấu trúc vốn của các công ty vì các nhà quản lý biết nhiều hơn phần còn lại của thị trường về giá trị công ty của họ (bất cân xứng thông tin) và thị trường trừng phạt việc phát hành chứng khoán, bao gồm cả nợ, lợi ích liên quan đến việc đánh giá thông tin như vậy. Lý thuyết cho rằng các nhà quản lý sẽ phát hành chứng khoán liên quan đến sự nhạy cảm của họ đối với thông tin, phát hành thêm chứng khoán không nhạy cảm với thông tin và phát hành ít chứng khoán nhạy cảm với thông tin.

Berger, Ofek & Yermack (2012) nhấn mạnh rằng có những lập luận lý thuyết và một số bằng chứng thực nghiệm chỉ ra khả năng các nhà quản lý có thể trở nên cố thủ và kết quả là họ có thể đi chệch khỏi việc chọn cách vay nợ tối ưu. Lập luận được gọi là lý thuyết Managerial Entrenchment (là hiện tượng các cấp quản lý được trao nhiều quyền lực và quyền lợi (thường là không chính thức) hơn mức cần thiết để thực hiện công việc), cho thấy động cơ cố thủ có thể khiến các nhà quản lý tăng mức tài trợ nợ vượt quá điểm tối ưu, để tăng cường quyền biểu quyết của các cổ phần của họ và giảm khả năng tiếp quản (Harris & Raviv, 1988). Nghiên cứu về các lý thuyết tài trợ nợ vẫn chưa đi đến kết luận (Myers, 2001).

3. Các yếu tố ảnh hưởng tài trợ nợ

Các yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn tài trợ nợ vẫn là không rõ ràng mặc dù có nhiều nghiên cứu lý thuyết và hàng thập kỷ kiểm định thực nghiệm tồn tại (Frank & Goyal, 2009). Một số nghiên cứu, như Jõeveer (2013), De Jong & ctg (2008), Kayo & Kimura (2011) và Frank & Goyal (2009), phân loại các yếu tố ảnh hưởng đến việc vay nợ thành các đặc điểm hoặc các yếu tố xác định của công ty, các yếu tố kinh tế vĩ mô hoặc các yếu tố xác định của quốc gia. Những yếu tố này ảnh hưởng thực tế đến quyết định tài trợ nợ của công ty, ảnh hưởng cùng chiều hoặc ngược chiều.

3.1. Các yếu tố xác định thuộc về công ty

Các yếu tố xác định của công ty vẫn là trọng tâm chính của các nghiên cứu tài trợ nợ (Kayo & Kimura, 2011) từ định đề thứ hai của Modigliani & Miller (1963) đến các nghiên cứu hiện tại, như Jõeveer (2013), Majumdar (2012), Frank & Goyal (2009), Antoniou & ctg (2008) và Deesomsak, Paudyal & Pescetto (2004). Các yếu tố xác định của công ty ảnh hưởng đến việc vay nợ từ các nghiên cứu trên, bao gồm khả năng sinh lời của công ty, quy mô và tăng trưởng của công ty, tính tự nhiên của tài sản, lá chắn thuế phi nợ, thanh khoản và khả năng phá sản. Các yếu tố khác của công ty như thuế suất của công ty, rủi ro kinh doanh, tiếp cận thị trường vốn, giới tính của người quản lý tài chính và thành phần hội đồng quản trị, cũng được coi là có ảnh hưởng đến việc vay nợ (Jõeveer, 2013; Antoniou & ctg, 2008).

3.1.1. Khả năng sinh lời

Các công ty có khả năng sinh lời được cho là phải đối mặt với việc giảm chi phí mong đợi của tình trạng khó khăn tài chính và tìm thấy lợi ích thuế lãi suất quan trọng hơn (Frank & Goyal, 2009). Do đó, lợi ích về thuế và quan điểm chi phí phá sản dự đoán

rằng các công ty có lợi nhuận nên sử dụng nhiều nợ hơn. Ngoài ra, nhận thức về chi phí đại diện dự kiến rằng sự hạn chế do cung cấp tài trợ nợ có giá trị hơn đối với các công ty có khả năng lợi nhuận vì các công ty này có xu hướng gặp vấn đề trầm trọng về dòng tiền tự do (Jensen, 1986).

Mặt khác, Deesomsak, Paudyal & Pescetto (2004) cho rằng họ mong đợi một mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lời và mức tài trợ nợ vì lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng các nhà quản lý thích tài trợ đầu tư trong nội bộ vì sự bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản lý và các nhà đầu tư bên ngoài. Do đó, các công ty có khả năng lợi nhuận sẽ không muốn huy động vốn bên ngoài để tránh sự pha loãng tiềm năng của quyền sở hữu và giám sát bên ngoài gia tăng. Do đó, lý thuyết về tài trợ nợ và khả năng sinh lời, dự đoán cả mối quan hệ thuận chiều, điều này được hỗ trợ của trợ lý thuyết đánh đổi và mối quan hệ ngược chiều được hỗ trợ bởi lý thuyết trật tự phân hạng (Kayo & Kimura, 2011).

3.1.2. Tài trợ nợ và quy mô công ty

Quy mô công ty cũng là một yếu tố rất quan trọng ảnh hưởng đến quyết định tài trợ nợ (Kayo & Kimura, 2011). Lý thuyết đánh đổi cho thấy mối quan hệ thuận chiều giữa quy mô tập đoàn và mức tài trợ nợ vì các công ty lớn hơn đã được tiết lộ có rủi ro phá sản thấp hơn và chi phí phá sản tương đối thấp hơn (Deesomsak & ctg, 2004) và có thể đa dạng dễ dàng hơn (Titman & Wessels, 2012). Ngoài ra, Deesomsak, Paudyal & Pescetto cho rằng các công ty lớn có chi phí nợ thấp hơn, chi phí giám sát tương đối nhỏ hơn, dòng tiền ít biến động hơn, tiếp cận thị trường tín dụng dễ dàng hơn và đòi hỏi nhiều nợ hơn để được hưởng lợi hoàn toàn từ lá chắn thuế. Do đó, theo giả thuyết này, quy mô công ty kỳ vọng sẽ có tác động cùng chiều đến mức tài trợ nợ. Hơn nữa, các công ty lớn hơn được cho là minh bạch hơn và có

xu hướng có mức nợ lớn hơn vì họ có thể phát hành số nợ lớn hơn, do đó cho phép họ phân bổ chi phí phát hành (Byoun, 2008).

Tuy nhiên, Rajan & Zingales (1995) cho rằng mối quan hệ này có thể là cùng chiều hoặc ngược chiều. Đối với mối quan hệ thuận chiều họ ủng hộ dựa trên đề xuất của lý thuyết đánh đổi, trong khi đối với mối quan hệ ngược chiều, thì các vấn đề bất cân xứng thông tin có thể sẽ nhỏ hơn trong các công ty lớn hơn. Do đó, các công ty lớn hơn có thể phát hành cổ phiếu mới thay vì tài trợ bằng nợ mà không làm giảm giá trị thị trường của công ty. Một lần nữa, bằng cách kiểm tra mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp và tài trợ nợ, có hai kết quả có thể được hỗ trợ bởi các nhận thức lý thuyết khác nhau. Một mối quan hệ thuận chiều cho thấy tầm quan trọng của đa dạng hóa và mối quan hệ ngược chiều ủng hộ vai trò của sự bất cân xứng thông tin.

3.1.3. Tính tự nhiên của tài sản công ty (hữu hình)

Người ta tin rằng các công ty hoạt động với nhiều tài sản hữu hình có khả năng nợ cao hơn (Byoun, 2008). Kayo & Kimura (2011) cho rằng tính hữu hình của tài sản đóng vai trò quan trọng trong các quyết định tài trợ nợ vì khả năng thế chấp của tài sản hữu hình có xu hướng tăng mức tài trợ nợ. Ngoài ra, lý thuyết đại diện đề xuất rằng các công ty có mức tài trợ nợ cao có xu hướng đầu tư, hoặc đầu tư dưới mức đầu tư tối ưu của họ, và do đó chuyển sự giàu có từ chủ nợ sang chủ sở hữu vốn (Deesomsak & ctg, 2004). Họ cho rằng hành vi kỳ vọng của những người đầu tư dưới mức đầu tư khiến các chủ nợ đòi hỏi phải có tài sản thế chấp vì việc sử dụng các khoản nợ có bảo đảm có thể giúp giảm bớt vấn đề này. Họ cũng lập luận rằng giá trị thanh lý của công ty tăng lên cùng với tính hữu hình của tài sản và giảm khả năng đánh giá sai trong trường hợp phá sản. Do đó, sự tồn tại của tài sản hữu hình

trong tài sản của một công ty phục vụ hai mục đích quan trọng: nó cho phép công ty cầm cố tài sản làm tài sản thế chấp, từ đó giảm chi phí nợ của đại diện, như chuyển rủi ro; và đồng thời, bảo vệ chủ nợ trong trường hợp thanh lý (Rajan & Zingales, 1995). Điều đó có nghĩa là các công ty gặp khó khăn trong việc cung cấp tài sản đảm bảo có xu hướng trả lãi cao hơn hoặc có thể bị buộc phải phát hành vốn chủ sở hữu thay vì tài trợ nợ, ngụ ý mối quan hệ thuận chiều giữa tính hữu hình của tài sản và tài trợ nợ.

Tài sản hữu hình cũng có thể ngăn cản tài trợ nợ vì tỷ lệ tài sản hữu hình lớn hơn trong danh mục tài sản của công ty dự kiến sẽ làm giảm các hạn chế về phía cung (Majumdar, 2012). Theo Frank & Goyal (2009), lý thuyết trật tự phân hạng đưa ra dự đoán ngược lại vì sự bất cân xứng thông tin thấp liên quan đến tài sản hữu hình làm cho việc phát hành cổ phiếu ít tốn chi phí hơn. Vì vậy, mức tài trợ nợ nên thấp hơn đối với các công ty có tính hữu hình cao hơn.

3.1.4. Cơ hội tăng trưởng công ty

Nói chung, các nghiên cứu lý thuyết cho thấy cơ hội tăng trưởng của công ty có quan hệ cùng chiều đến mức tài trợ nợ (Huang & Song, 2006). Tăng trưởng làm tăng chi phí khó khăn tài chính, giảm các vấn đề về dòng tiền tự do, mà các nhà quản lý của các công ty có xu hướng bảo vệ, do đó làm cho các vấn đề đại diện liên quan đến tài trợ nợ trở nên tồi tệ hơn Frank & Goyal, 2009). Theo các tác giả này, các công ty đang phát triển chú trọng nhiều vào các khoản đầu tư có lợi cho các cổ đông; do đó, lý thuyết đánh đổi dự đoán rằng tăng trưởng làm giảm mức tài trợ nợ. Titman & Wessels (2012) đồng ý với lập luận này và cho rằng chi phí liên quan đến quan hệ đại diện dự kiến sẽ cao hơn đối với các công ty trong các ngành công nghiệp đang phát triển, có sự linh hoạt hơn trong lựa chọn đầu tư trong tương lai. Do đó, họ đề

xuất rằng tăng trưởng dự kiến trong tương lai sẽ liên quan ngược chiều đến mức tài trợ nợ. Deesomsak & ctg (2004) chỉ ra rằng các cơ hội tăng trưởng cao hơn mang lại nhiều lợi ích hơn để đầu tư dưới mức tối ưu hoặc chấp nhận các dự án rủi ro lấy sự thịnh vượng có từ các chủ nợ. Những cơ hội này làm tăng chi phí vay. Do đó, các công ty đang phát triển có xu hướng sử dụng các nguồn lực nội bộ hoặc vốn chủ sở hữu hơn là nợ.

Ngoài ra, họ tuyên bố rằng các công ty có mức tăng trưởng cao và có giá trị đến từ các cơ hội tăng trưởng vô hình có thể không muốn cam kết phục vụ nợ vì doanh thu của họ có thể không có sẵn khi cần.

Tuy nhiên, cơ hội tăng trưởng cũng có thể so sánh tích cực với đòn bẩy, phù hợp với giả định trật tự phân hạng (Kayo & Kimura, 2011). Theo Frank & Goyal (2009), lý thuyết trật tự phân hạng ngụ ý rằng các công ty có nhiều khoản đầu tư, giữ lợi nhuận không đổi, nên tích lũy thêm nợ theo thời gian. Do đó, cơ hội tăng trưởng và tài trợ nợ có quan hệ cùng chiều đến lý thuyết trật tự phân hạng. Ngoài ra, trật tự của các quyết định tài trợ nợ xuất phát từ bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản lý và nhà đầu tư (Kayo & Kimura, 2011). Các đề xuất bất cân xứng thông tin do Myers & Majluf (1984) đứng đầu đã lập luận rằng các nhà quản lý có xu hướng phát hành cổ phiếu mới khi giá được định giá quá cao, do đó có lợi cho các cổ đông cũ. Kịch bản này có thể khiến các cổ đông mới yêu cầu giảm giá đối với giá cổ phiếu mới. Do đó, các nhà quản lý tránh phát hành cổ phiếu mới, mặc dù quyết định này có thể dẫn đến việc công ty bỏ qua các khoản đầu tư có lãi. Hành vi này, do đó có thể làm tăng phát hành nợ thay vì vốn chủ sở hữu, do đó làm tăng mức tài trợ nợ.

3.1.5. Rủi ro công ty

Rủi ro hoặc biến động của công ty là thước đo cho xác suất gặp khó khăn tài chính

và nó thường được dự kiến sẽ quan hệ ngược chiều đến mức tài trợ nợ (Huang & Song, 2006). Theo Frank & Goyal (2009), các công ty có dòng tiền biến động mạnh phải đối mặt với chi phí dự kiến cao về tình trạng khó khăn tài chính và nên sử dụng ít nợ hơn. Họ lập luận rằng dòng tiền biến động có khả năng làm giảm khả năng lợi ích thuế được sử dụng. Do đó, rủi ro cao có thể dẫn đến việc vay nợ ít hơn theo lý thuyết đánh đổi. Deesomsak & ctg (2004), xem xét rủi ro của công ty từ thu nhập của các công ty, cho rằng sự biến động của thu nhập cao làm tăng khả năng gặp khó khăn tài chính, vì các công ty có thể không thể thực hiện các dịch vụ nợ đã cam kết. Điều này ngụ ý rằng mức độ tài trợ nợ của các công ty giảm với sự gia tăng biến động thu nhập, dẫn đến mối quan hệ ngược chiều được kỳ vọng.

Trong phân tích sâu hơn về rủi ro của công ty, Frank & Goyal (2009) cho rằng nên kỳ vọng rằng các công ty với tính linh hoạt phần vốn chủ sở hữu là những công ty rất rủi ro cao và các công ty như vậy có thể phải chịu đựng nhiều hơn từ lựa chọn bất lợi (ngược) trên thị trường chứng khoán. Do đó, theo lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty này đang gặp rủi ro nhiều hơn vì cổ phiếu không ổn định, sẽ dự đoán mức tài trợ nợ cao hơn. Ngoài ra, Frank & Goyal (2009) cho rằng ngay cả các công ty có dòng tiền biến động cũng có thể cần tham gia định kỳ vào thị trường vốn bên ngoài, do đó làm tăng mức tài trợ nợ.

3.1.6. Thuế suất

Thuế suất của công ty sẽ ảnh hưởng đến việc vay nợ vì các khoản thanh toán lãi vay thường được khấu trừ thuế, trong khi thanh toán cổ tức thì không (Antonczyk & Salzmann, 2014). Do đó, điều hợp lý là thuế suất cao hơn sẽ bao hàm các lợi ích tấm chắn thuế lãi lớn hơn và do đó gây ra nhiều khoản vay nợ hơn là tài trợ vốn cổ phần (Jõeveer,

2013). Lý do này là chủ đề chính của nghiên cứu tiên phong của Modigliani & Miller (1963) và gần như tất cả các nhà nghiên cứu hiện nay tin rằng thuế doanh nghiệp nên có ý nghĩa đối với các quyết định tài trợ nợ của các công ty (Huang & Song, 2006).

3.1.7. Thanh khoản

Về mặt lý thuyết, các công ty có nhiều tài sản lưu động có thể sử dụng chúng như một nguồn vốn nội bộ khác thay vì nợ, dẫn đến mức tài trợ nợ thấp hơn theo lý thuyết trật tự phân hạng (Öztekin & Flannery, 2012). Ngoài ra, các nhà quản lý có thể thao túng tài sản lưu động có lợi cho các cổ đông so với lợi ích của các chủ nợ. Các thao tác như vậy làm tăng chi phí đại diện của tài trợ nợ và giảm mức tài trợ nợ (Deesomsak & ctg, 2004).

3.1.8. Tấm chắn thuế phi nợ

Các khoản khác, ngoài chi phí lãi vay, góp phần giảm thuế, ví dụ, khấu trừ thuế để khấu hao và trích lập dự phòng cho các khoản nợ xấu, được ghi nhận là tấm chắn thuế phi nợ (Bauer, 2004). Theo DeAngelo & Masulis (1980), các công ty có tấm chắn thuế phi nợ có khả năng không sử dụng đầy đủ tấm chắn thuế nợ xuất phát từ lợi ích nợ. Nói cách khác, các công ty có đủ tín dụng thuế từ các khoản đầu tư hoặc khấu hao có khả năng sử dụng ít tài trợ nợ hơn (Kouki & Said, 2012). Lập luận là tấm chắn thuế phi nợ là sự thay thế cho lá chắn thuế liên quan đến nợ. Do đó, mối quan hệ giữa lá chắn thuế phi nợ và tài trợ nợ phải là ngược chiều (Lim, 2012).

3.1.9. Xác suất phá sản

Xác suất phá sản cao hàm ý chi phí phá sản cao; do đó, giả thuyết đánh đổi dự đoán mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng phá sản và tài trợ nợ (Kayo & Kimura, 2011). Tuy nhiên, các tập đoàn lớn thường đa dạng hóa nhiều hơn và có dòng tiền ổn định hơn. Do đó, xác suất phá sản đối với các công ty lớn là nhỏ so với các công ty nhỏ hơn (Titman & Wessels,

2012). Do đó, theo giả thuyết trật tự phân hạng, các công ty có lợi nhuận lớn nên sử dụng nhiều hơn các quỹ được tạo ra trong nội bộ của họ, do đó làm giảm mức tài trợ nợ. Lập luận trật tự phân hạng ngụ ý rằng các công ty lớn với khả năng phá sản là nhỏ có thể có mức tài trợ nợ ít hơn.

3.2. Yếu tố kinh tế vĩ mô

Các yếu tố kinh tế vĩ mô là các yếu tố kinh tế khu vực hoặc quốc gia có ảnh hưởng bên ngoài đến các chiến lược tài chính của các công ty, bao gồm các quyết định tài trợ nợ. Nghiên cứu quản trị tài chính thừa nhận vai trò quan trọng của các yếu tố kinh tế vĩ mô trong việc xác định các quyết định cơ cấu vốn của các công ty (Lemma & Negash, 2013). Các nghiên cứu gần đây và quá khứ xác định tổng sản phẩm quốc nội (GDP), tỷ lệ lạm phát, lãi suất, hoạt động của các tổ chức tài chính và trung bình ngành là các yếu tố kinh tế vĩ mô phổ biến có ảnh hưởng đến các quyết định tài trợ nợ của các công ty (Mokhova & Zinecker, 2014; Baltaci & Ayaydin, 2014; Lemma & Negash, 2013; Jõeveer, 2013; Kayo & Kimura, 2011; Frank & Goyal, 2009; Deesomsak & ctg, 2004). Các yếu tố kinh tế vĩ mô sau đây ảnh hưởng đến quyết định tài trợ nợ của các công ty.

3.2.1. Tổng sản phẩm quốc nội

Người ta tin rằng mức độ phát triển kinh tế của các quốc gia phản ánh sự chênh lệch giàu nghèo giữa họ và do đó, tiếp cận tài chính bao gồm cả tài trợ nợ (Lemma & Negash, 2013). Trong quá trình mở rộng, giá cổ phiếu tăng, chi phí phá sản dự kiến sẽ giảm, thu nhập chịu thuế tăng và tiền mặt tăng lên dẫn đến việc vay nợ nhiều hơn trong các công ty (Frank & Goyal, 2009). Frank & Goyal (2009) tiếp tục lập luận rằng, trong quá trình mở rộng, tài sản của các công ty sẽ tăng lên. Nếu các công ty vay so với tài sản thế chấp, thì mức tài trợ nợ sẽ tăng lên. Do đó, theo Jõeveer (2013), tỷ lệ tổng sản phẩm

quốc nội, được sử dụng như một đại diện cho các cơ hội tăng trưởng, nên có mối quan hệ cùng chiều với các mức tài trợ nợ công ty. Tuy nhiên, Mokhova & Zinecker (2014) lập luận rằng sự thúc đẩy của nền kinh tế, và do đó tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội sẽ dẫn đến tăng lợi nhuận của các công ty. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty sẽ thích các nguồn tài chính nội bộ, do đó làm giảm mức tài trợ nợ. Frank & Goyal (2009) cũng lưu ý rằng, nếu lý thuyết trật tự phân hạng có hiệu lực, tài trợ nợ sẽ giảm trong khi mở rộng vì quỹ nội bộ tăng trong thời gian mở rộng và các vấn đề đại diện giữa các cổ đông và nhà quản lý ít nghiêm trọng hơn. Do đó, các công ty nên phát hành nợ ít hơn.

3.2.2. Tỷ lệ lạm phát

Lạm phát được coi là một trong những chỉ số chính cho sự ổn định của một quốc gia. Sự gia tăng tỷ lệ lạm phát gây ra sự không chắc chắn trong điều kiện kinh tế (Baltaci & Ayaydin, 2014). Họ lập luận rằng sự không chắc chắn này khiến các công ty không có khả năng trả nợ. Gungoraydinoglu & Öztekin (2011) cũng lập luận rằng lạm phát cao hơn làm giảm lợi ích của việc vay nợ vì chi phí phá sản của nợ đối với các công ty cao hơn. Ngoài ra, Drobetz, Gounopoulos, Merikas & Schröder (2013) lập luận rằng, trong giai đoạn có tỷ lệ lạm phát cao hơn, các công ty sử dụng đồng tiền yếu hiện tại để trả nợ và lần lượt, giảm mức tài trợ nợ. Do đó, dự kiến tỷ lệ lạm phát sẽ quan hệ ngược chiều đến mức tài trợ nợ của các công ty. Mặt khác, Jõeveer (2013) cho rằng lạm phát dự kiến được dự đoán có quan hệ cùng chiều đến việc vay nợ do giá trị khấu trừ thuế thực tế cao hơn đối với nợ. Để hỗ trợ cho mối quan hệ cùng chiều, Frank & Goyal (2009) cho rằng định thời điểm thị trường trong thị trường nợ cũng dẫn đến mối quan hệ cùng chiều giữa lạm phát kỳ vọng và tài trợ nợ nếu các nhà quản lý phát hành nợ khi lạm phát kỳ vọng cao so với lãi suất hiện tại.

3.2.3. Lãi suất

Khi có hiện hữu các biến số khác, chẳng hạn như thuế và chi phí phá sản, thay đổi lãi suất có thể ảnh hưởng đến mức tài trợ nợ trong công ty, vì các công ty có nhiều khả năng sử dụng nợ khi chi phí vay thấp (Deesomsak & ctg, 2004). Họ lập luận rằng theo giả thuyết này, mức lãi suất dự kiến sẽ quan hệ ngược chiều đến mức tài trợ nợ. Deesomsak & ctg (2004) lưu ý thêm rằng lãi suất cũng kết hợp lạm phát kỳ vọng. Do đó, các công ty có thể dự kiến sẽ thay đổi từ vốn chủ sở hữu sang tài trợ nợ khi lãi suất đang tăng. Trong trường hợp này, mức lãi suất dự kiến sẽ quan hệ cùng chiều đến đòn bẩy.

3.2.4. Trung bình ngành (Industry median)

Sẽ là hợp lý khi hy vọng rằng các đặc tính xác định của một ngành nhất định cũng có thể ảnh hưởng đến các quyết định tài trợ nợ của các công ty (Baltacı & Ayaydin, 2014). Frank & Goyal (2009) lập luận rằng các công ty trong một ngành phải đối mặt với các yếu tố chung ảnh hưởng đến quyết định tài trợ của họ và những điều này có thể phản ánh về tương tác thị trường sản phẩm hoặc tính chất của cạnh tranh. Nó cũng có thể phản ánh sự không đồng nhất của ngành trong các loại tài sản, rủi ro kinh doanh, công nghệ hoặc quy định (loại hình kinh doanh được kiểm soát bởi chính phủ). Do đó, theo các tác giả trong khi nhìn vào trung bình ngành về tốc độ tăng trưởng, lý thuyết đánh đổi dự đoán rằng tăng trưởng trung bình của ngành cao hơn sẽ dẫn đến việc tài trợ nợ của công ty ít hơn. Tuy nhiên, về mức độ tài trợ nợ ngành, mức nợ trung bình của ngành cao hơn sẽ dẫn đến việc tài trợ nợ của công ty nhiều hơn.

Frank & Goyal (2009) tiếp tục xem xét các công ty về các quy định của ngành. Họ lập luận rằng các công ty được quy định có dòng tiền ổn định và chi phí thấp hơn dự kiến của sự khủng hoảng tài chính. Do đó, họ nên có nhiều nợ. Tuy nhiên, các nhà quản lý có ít

sự thận trọng hơn trong các công ty được quy định, điều này làm giảm mức độ nghiêm trọng của xung đột giữa người quản lý và cổ đông và khiến cho việc vay nợ trở nên ít mong muốn hơn từ góc độ kiểm soát. Họ kết luận rằng lý thuyết đánh đổi đưa ra dự đoán mơ hồ về tác động của quy định đối với đòn bẩy. Thứ hai, theo nhận thức trật tự phân hạng thuần túy, ngành chỉ trở nên quan trọng đến mức nó đóng vai trò như một đại diện cho thâm hụt tài trợ của công ty, trở thành một liên kết gián tiếp. Thứ ba, theo lý thuyết định thời điểm thị trường, ngành chỉ nên quan trọng nếu việc định giá có tương quan giữa các công ty trong một ngành.

3.2.5. Điều kiện thị trường tài chính hoặc nợ

Các nghiên cứu cũng coi mức độ điều kiện của các tổ chức tài chính là một yếu tố quan trọng khác ảnh hưởng đến quyết định tài trợ nợ của các công ty (Lemma & Negash, 2013). De Jong & ctg (2008) lập luận rằng khi thị trường trái phiếu ở một quốc gia nhất định phát triển cao, thì việc phát hành và giao dịch các trái phiếu này sẽ dễ dàng hơn và sẽ dẫn đến mức tài trợ nợ doanh nghiệp cao hơn. Ngược lại, họ cũng thừa nhận rằng khi thị trường chứng khoán được phát triển, mức tài trợ nợ của các công ty có xu hướng thấp hơn vì nguồn cung vốn rộng hơn làm giảm chi phí vốn cổ phần. Deesomsak & ctg (2004) cũng lưu ý rằng phát triển thị trường tài chính đóng một vai trò quan trọng trong sự lựa chọn tài trợ nợ của các công ty. Họ lập luận rằng khi hoạt động của thị trường chứng khoán tăng lên, sự ưu tiên của các công ty đối với vốn chủ sở hữu đối với nợ cũng tăng lên. Do đó, hoạt động của thị trường chứng khoán dự kiến sẽ hệ quan ngược chiều đến việc vay nợ.

3.2.6. Các yếu tố khác

Bổ sung thêm các yếu tố thể chế nên được đưa vào như là các biện pháp thay thế cho mức độ nghiêm trọng của bất cân xứng thông

tin (Jõeveer, 2013). Jõeveer (2013) bao gồm chỉ số tham nhũng của một công ty trong nghiên cứu của mình. Tác giả lập luận rằng người ta hy vọng rằng chỉ số nhận thức tham nhũng (có nghĩa là tham nhũng càng thấp), thì vấn đề bất cân xứng thông tin càng ít nghiêm trọng. Do đó, mối quan hệ cùng chiều giữa chỉ số tham nhũng và mức tài trợ nợ được dự kiến. Jõeveer (2013) và Bassey & ctg (2014) cũng nghiên cứu ảnh hưởng của tuổi tác và tài trợ nợ của các công ty và thấy rằng chúng có mối quan hệ ngược chiều. Nghiên cứu này đã điều tra các yếu tố kinh tế vĩ mô nói trên và các yếu tố xác định của công ty.

4. Hệ phương pháp

4.1. Ý niệm mô hình

Hầu hết các nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến tài trợ nợ của các công ty, như Gaud & ctg (2005), Oyesola (2007), Daskalakis & Psillaki (2008), Frank & Goyal (2009), Kayo & Kimura (2011), Cortez & Susanto (2012), Drobetz & ctg (2013), Dang (2013) và Alzomaia (2014), đã sử dụng kết hợp dữ liệu dọc và dữ liệu chéo, tức là dữ liệu bảng. Loại dữ liệu này được phân tích tốt nhất bằng mô hình hồi quy dữ liệu bảng vì mô hình này kết hợp cả hai biện pháp dọc và chéo (Daskalakis & Psillaki, 2008). Theo họ, mô hình hồi quy dữ liệu bảng làm giảm tính cộng tuyến tính giữa các biến giải thích, do đó cải thiện hiệu quả của các ước tính kinh tế lượng. Thứ hai, họ lập luận rằng các mô hình dữ liệu bảng có thể tính đến mức độ lớn hơn của tính không đồng nhất đặc trưng cho các công ty. Thứ ba, các mô hình dữ liệu bảng cũng cho phép sự hiện diện của hiệu ứng động (dynamic effects). Theo nghiên cứu của Kayo & Kimura (2011) về các yếu tố tài trợ nợ của các công ty sử dụng mô hình hồi quy đơn hoặc mô hình rỗng (empty model) để phân tích dữ liệu bảng. Cortez & Susanto (2012) lập luận rằng các hồi quy dữ liệu bảng

được thực hiện để kiểm tra độ mạnh quan hệ giữa tài trợ nợ và các yếu tố tiềm năng ảnh hưởng đến nó trong các công ty. Dữ liệu được nhóm vào nguồn tương ứng của họ (nghĩa là biến bảng: công ty) và được liệt kê theo khoảng thời gian tương ứng của nó (tức là biến thời gian: năm).

Mô hình hồi quy dữ liệu bảng được cho là cho ra sai số ước lượng tiêu chuẩn nhỏ so với phương pháp bình phương nhỏ nhất (Petersen, 2009). Một cách khái quát mô hình có thể được xác định là:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}, (1)$$

Trong đó chỉ số i thể hiện độ rộng chiều ngang và t thể hiện cho độ dài thời gian (Petersen, 2009). Biến trái, Y đại diện cho biến phụ thuộc trong mô hình. Biến này đại diện cho các đo lường tài trợ nợ của công ty (đòn bẩy tài chính) và X chứa đựng các biến độc lập (giải thích) đại diện cho các yếu tố xác định của công ty và các yếu tố kinh tế vĩ mô, α là hằng số và β đại diện cho hệ số ước lượng mối liên quan giữa các yếu tố tài trợ nợ và tỷ lệ nợ (đòn bẩy tài chính). Cuối cùng, ε là sai số biểu thức xáo trộn.

Các nghiên cứu khác, như Deesomsak & ctg (2004), Huang & Song (2006), Oyesola (2007), Antoniou & ctg (2008), Gungoraydinoglu & ztekin (2011), Cortez & Susanto (2012), Lim (2012), Moosa & Li (2012), Smith (2012), Chakraborty (2013), Drobetz & ctg (2013), Lemma & Negash (2013), Alzomaia (2014) và Bassey & ctg (2014) đã mở rộng mô hình chung nói trên thành mô hình hồi quy tuyến tính đa biến có dạng:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^N \beta_k X_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}, (2)$$

Trong đó Y_{it} là thước đo tài trợ nợ (đòn bẩy tài chính) của công ty i trong năm t và X đại diện cho thước đo các biến giải thích (yếu tố xác định của công ty và yếu tố kinh tế

vĩ mô). μ đại diện cho các yếu tố không quan sát được (cụ thể là công ty hoặc kinh tế vĩ mô) và α_0 là hằng số. β từ $k=1$ đến N là các tham số chưa biết được ước tính. Thước đo của các biến giải thích X bao gồm các yếu tố k , trong đó tổng số các yếu tố được nghiên cứu ảnh hưởng đến việc vay nợ. Các biến giải thích bao gồm cả các yếu tố xác định của công ty và các yếu tố kinh tế vĩ mô. Do đó, mô hình hồi quy có thể được trình bày như sau:

$$\text{financialleverage} = \int (\sum \text{firm-specific factors} + \sum \text{macroeconomic factors})(3)$$

Khi thực hiện phân tích hồi quy, hầu hết các nghiên cứu, như Gaud & ctg (2005), Gaud & ctg (2007), Antoniou & ctg (2008), Gungoraydinoglu & ztekin (2011), Öztekin & Flannery (2012), Dang (2013), Mateev & ctg (2013) và Baltaci & Ayaydin (2014) đã sử dụng phương pháp moment tổng quát (GMM) của Blundell & Bond (1998). Các nghiên cứu khác, như Huang & Song (2006), Oyesola (2007), De Jong & ctg (2008), Frank & Goyal (2009), Jõeveer (2013), Alzomaia (2014) và Bassey & ctg (2014), mặt khác đã sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (OLS) để phân tích các mô hình hồi quy tài trợ nợ (đòn bẩy tài chính). Vài nghiên cứu, như Chakraborty (2013) và Forte & ctg (2013), đã sử dụng cả POLS và GMM trong phân tích các mô hình hồi quy đòn bẩy tài chính. Các phương pháp hồi quy kinh tế lượng khác cũng đã được sử dụng bởi các nghiên cứu khác. Oyesola (2007) và Lemma & Negash (2013), ngoài POLS, còn sử dụng mô hình hiệu ứng tác động cố định và mô hình hiệu ứng tác động ngẫu nhiên trong phân tích của họ. Chakraborty (2013) đã thêm vào POLS và GMM phương pháp phân tích chuỗi thời gian được gọi là phân tích chuỗi thời gian “trễ”. Drobetz & ctg (2013) cũng đã sử dụng POLS và phân tích mô hình

hồi quy hiệu ứng tác động cố định trong nghiên cứu của họ. Foster & Young (2013) lập luận rằng phương pháp thay thế cho các phương pháp được sử dụng trong nghiên cứu trước đó là sử dụng một phép biến đổi logistic để chuẩn hóa các vấn đề được đưa ra bằng cách sử dụng các biến tỷ lệ.

Họ quan sát thấy rằng vì việc sử dụng các biến phụ thuộc tỷ lệ cho vay để sử dụng chuyển đổi logistic, nghiên cứu của họ đã sử dụng phương pháp phân tích hồi quy được gọi là hồi quy biến đổi logistic.

4.2. Biến và đo lường

4.2.1. Biến phụ thuộc

Nhiều phương pháp đo lường thực nghiệm đã được sử dụng để thể hiện mức độ tài trợ nợ (biên phụ thuộc) trong công ty (Frank & Goyal, 2009). Họ lập luận rằng một số học giả ủng hộ cho đòn bẩy sổ sách, đó là tỷ lệ vốn vay công ty với tổng giá trị sổ sách của tài sản công ty. Các học giả khác ủng hộ đòn bẩy thị trường, đó là tỷ lệ nợ của công ty so với giá trị thị trường của công ty. Theo Frank & Goyal (2009), ý kiến của các nhà nghiên cứu về thước đo tốt nhất về mức độ tài trợ nợ khác nhau. Họ lập luận rằng những người ủng hộ cách tiếp cận đòn bẩy sổ sách tin rằng thị trường tài chính tăng vọt và các nhà quản lý có quan niệm rằng các số liệu đòn bẩy thị trường có thể không đáng tin cậy như một hướng dẫn cho chính sách tài chính doanh nghiệp. Do việc tính toán đòn bẩy dựa trên giá trị sổ sách của công ty, là một đo lường của kế toán (Chen, 2013), các nhà quản lý có xu hướng chú ý nhiều hơn đến đòn bẩy sổ sách vì nợ được hỗ trợ tốt hơn bởi tài sản thay vì cơ hội tăng trưởng. Tính toán giá trị thị trường của các công ty dễ dàng hơn cho các công ty niêm yết chứng khoán; điều này có thể làm cho đòn bẩy giá trị sổ sách trở nên phổ biến cho các nghiên cứu về các công ty chưa niêm yết (Brav, 2009).

Để hỗ trợ cho đòn bẩy thị trường, Knaup & Wagner (2012) cho rằng tuyên bố về tình hình tài chính có thể đưa ra đánh giá không chính xác về giá trị thực của công ty do nhiều tài sản được liệt kê trên báo cáo về tình hình tài chính hầu hết được định giá dựa trên chi phí lịch sử của họ hơn là giá trị hiện tại. Các thị trường thường được cho là tương lai và những con số được tạo ra từ chúng trong tính toán đòn bẩy thị trường có thể phù hợp hơn với các quyết định của các nhà quản lý của công ty (Frank & Goyal, 2009). Ngoài các cuộc tranh luận ở trên về thước đo mức độ tài trợ nợ, các nghiên cứu khác nhau cũng sử dụng các định nghĩa khác nhau về nợ. Brav (2009); Fan, Titman & Twite (2012) và những người khác sử dụng tổng nợ làm từ số trong khi De Jong & ctg (2008) sử dụng nợ dài hạn. Có những nghiên cứu khác như Huang & Song (2006) và Jõeveer (2013) sử dụng cả nợ dài hạn và tổng nợ là từ số của tỷ lệ đòn bẩy.

4.2.2. Biến giải thích

Các biến giải thích, là các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định tài trợ nợ trong các công ty, đã được đo lường bằng cách sử dụng các đại diện khác nhau bởi các nghiên cứu khác nhau. Bauer (2004), Deesomsak & ctg (2004), Gaud & ctg (2005), Huang & Song (2006), Gaud & ctg (2007), Daskalakis & Psillaki (2008), Gungoraydinoglu & Öztekin (2011), Cortez & Susanto (2012), Forte & ctg (2013) và Bassey & ctg (2014) đo lường khả năng sinh lời khi lợi nhuận hoạt động của công ty chia cho tổng tài sản mỗi năm. Các nghiên cứu khác như Chang & ctg (2009), ngoài ra, lợi nhuận hoạt động được sử dụng chia cho doanh thu hàng năm. Smith (2012), Alzomaia (2014) và Baltaci & Ayaydin (2014) đã sử dụng lợi nhuận sau thuế chia cho tổng tài sản, trong khi Chakraborty (2013) đo lường khả năng sinh lời khi dòng tiền ròng hàng năm chia cho tổng tài sản.

Biến quy mô công ty được đo bằng logarit tự nhiên của doanh số hoặc tổng tài sản theo các nghiên cứu như Bauer (2004), Gaud & ctg (2007), De Jong & ctg (2008), Frank & Goyal (2009), Kayo & Kimura (2011), Lim (2012), Forte & ctg (2013), Drobetz & ctg (2013), Alzomaia (2014) và Baltaci & Ayaydin (2014). Tuy nhiên, Daskalakis & Psillaki (2008) và Moosa & Li (2012) đã sử dụng tài sản hữu hình chia cho tổng tài sản làm thước đo quy mô công ty. Smith (2012), mặt khác, đã sử dụng logarit tự nhiên của thu nhập gộp (gross income).

Tính tự nhiên của tài sản doanh nghiệp đã được thể hiện bằng tính hữu hình của tài sản bởi hầu hết các nghiên cứu như Gaud & ctg (2005), Huang & Song (2006), Oyesola (2007), De Jong & ctg (2008), Frank & Goyal (2009), Kayo & Kimura (2011), Lim (2012), Chakraborty (2013) và Baltaci & Ayaydin (2014) và được đo là tài sản hữu hình hoặc tài sản cố định trên tổng tài sản.

Biến tăng trưởng của công ty có các đo lường khác từ nhiều nghiên cứu khác nhau. Hầu hết các nghiên cứu, như Bauer (2004), Gaud & ctg (2005), Gaud & ctg (2007), De Jong & ctg (2008), Kayo & Kimura (2011), Kouki & Said (2012), Dang (2013) và Drobetz & ctg (2013), đã sử dụng tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách được tính bằng giá trị thị trường của công ty chia cho giá trị sổ sách của công ty (tổng tài sản). Các nghiên cứu khác, như Oyesola (2007), Daskalakis & Psillaki (2008), Cortez & Susanto (2012), Lim (2012), Smith (2012), Chakraborty (2013), Forte & ctg (2013), Alzomaia (2014) và Bassey & ctg (2014), được sử dụng phần trăm thay đổi trong tổng tài sản hoặc trong doanh số làm thước đo tăng trưởng của công ty. Frank & Goyal (2009) và Chang & ctg (2009), ngoài sự thay đổi trong tổng tài sản, chi phí vốn sử dụng chia cho tổng tài sản và chi phí nghiên cứu và phát triển chia cho doanh thu. Baltaci &

Ayaydin (2014) đã sử dụng tỷ lệ thay đổi tổng sản phẩm quốc nội (GDP) làm thước đo tăng trưởng của công ty.

Độ lệch chuẩn của lợi nhuận hoạt động so với tổng tài sản là thước đo chi phối rủi ro hoặc biến động của các công ty trong nghiên cứu tài trợ nợ, như Bauer (2004), Huang và Song (2006), Lim (2012), Moosa & Li (2012), Forte & ctg (2013) và Alzomaia (2014). Deesomsak & ctg (2004) đã sử dụng thay đổi tuyệt đối trong lợi nhuận hoạt động hàng năm, trong khi Chang & ctg (2009) đã sử dụng độ lệch chuẩn của phần trăm thay đổi trong thu nhập hoạt động hàng năm. Baltaci & Ayaydin (2014), mặt khác đã sử dụng chỉ số rủi ro tài chính công ty và Bassey & ctg (2014) đã sử dụng hệ số biến đổi tuyệt đối của lợi nhuận hoạt động hàng năm làm thước đo biến rủi ro của công ty.

Một số nghiên cứu bao gồm thuế suất của công ty như là biến số. Một số ít bao gồm nó như là biến số, như Huang & Song (2006) và De Jong & ctg (2008), đã sử dụng thước đo thuế suất trung bình cho giai đoạn nghiên cứu. Frank & Goyal (2009) đã sử dụng mức thuế năm trước, trong khi Öztekin & Flannery (2012) và Bassey & ctg (2014) đã sử dụng phí thuế thu nhập hiện hành chia cho lợi nhuận trước thuế như một thước đo biến thuế suất của công ty.

Các phương pháp đo lường phổ biến của thanh khoản là tài sản hiện tại (ngắn hạn) chia cho nợ ngắn hạn (current liability). Các nghiên cứu như Deesomsak & ctg (2004), De Jong & ctg (2008), Moosa & Li (2012) và Öztekin & Flannery (2012) đã áp dụng phương pháp đo lường phổ biến này. Tuy nhiên, Smith (2012) đã sử dụng thước đo tài sản ngắn hạn theo tỷ lệ phần trăm của tổng tài sản để đo lường tính thanh khoản của công ty.

Tầm chắn thuế phi nợ là một biến số phổ biến, đặc biệt là khi thuế suất của công ty bị

bỏ qua. Các nghiên cứu như Bauer (2004), Deesomsak & ctg (2004), Huang & Song (2006), Gaud & ctg (2007), Chang & ctg (2009), Cortez & Susanto (2012), Lim (2012), Chakraborty (2013) và Dang (2013) đã sử dụng khấu hao tài sản cố định và phí khấu hao dần chia cho tổng tài sản là thước đo của biến số tầm chắn thuế phi nợ ngoại trừ Forte & ctg (2013) đã sử dụng phí khấu hao chia cho lợi nhuận hoạt động.

Xác suất phá sản của công ty, như một biến giải thích, đã được sử dụng trong một vài nghiên cứu. Trong trường hợp nó đã được sử dụng, đo lường biến này là chi phí lãi chia cho lợi nhuận hoạt động (Kouki & Said, 2012). Gaud & ctg (2005) và Kayo & Kimura (2011) đã sử dụng Z score của Altman, đây là thước đo tốt cho tình trạng khó khăn tài chính.

Biến tổng sản phẩm quốc nội (GDP), là một yếu tố kinh tế vĩ mô, đã được đo lường bằng cách sử dụng thước đo GDP của quốc gia. De Jong & ctg (2008), nghiên cứu các công ty trên toàn thế giới, sử dụng dữ liệu GDP từ cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Thế giới. Các nghiên cứu khác như Frank & Goyal (2009), Öztekin & Flannery (2012) và Baltaci & Ayaydin (2014) đã sử dụng thay đổi hàng năm hoặc tăng trưởng hàng năm trong GDP của quốc gia.

Các nghiên cứu sử dụng tỷ lệ lạm phát và lãi suất thay thế cho nhau. Booth & ctg (2001) và Frank & Goyal (2009) đã sử dụng tỷ lệ lạm phát kỳ vọng của quốc gia, trong khi Öztekin & Flannery (2012) và Baltaci & Ayaydin (2014) đã sử dụng chỉ số tiêu dùng của quốc gia làm thước đo cho biến số tỷ lệ lạm phát trong các nghiên cứu tương ứng. Lãi suất cho vay của quốc gia đã được sử dụng bởi Deesomsak & ctg (2004) để đo lường biến lãi suất.

Các biến số khác, chẳng hạn như ảnh hưởng của ngành, được gọi là trung bình

ngành, đã được đo lường bằng cách sử dụng giá trị trung bình của đòn bẩy tài chính trong ngành của các công ty bởi các nghiên cứu như Titman & Wessels (1988), Frank & Goyal (2009) và Öztekin & Flannery (2012). Điều kiện thị trường tài chính không phải là một biến số phổ biến. Tuy nhiên, Deesomsak & ctg (2004) và Kayo & Kimura (2011) đã sử dụng giá trị vốn hóa thị trường của quốc gia. De Jong & ctg (2008) đã sử dụng trung bình các giá trị chuẩn hóa của cơ sở thị trường và chứng khoán để đo lường sự phát triển thị trường chứng khoán. Frank & Goyal (2009) đã sử dụng thước đo lợi nhuận thị trường tích lũy cho điều kiện thị trường chứng khoán. Các nghiên cứu như Moosa & Li (2012), Forte & ctg (2013) và Bassey & ctg (2014) đã sử dụng số năm tồn tại của các công ty kể từ khi thành lập như một thước đo cho biến tuổi của các công ty. Biến tham nhũng được giới thiệu đã được Jõeveer (2013) đo lường bằng cách sử dụng chỉ số nhận thức tham nhũng.

5. Kết quả thực nghiệm

5.1. Các yếu tố xác định thuộc về công ty

5.1.1. Khả năng sinh lời

Không có sự đồng thuận về những phát hiện thực nghiệm về các yếu tố ảnh hưởng đến việc vay nợ trong các công ty. Các nghiên cứu khác nhau đã cho kết quả khác nhau tùy thuộc vào loại công ty, tính chất của ngành và môi trường kinh tế của các quốc gia (Mokhova & Zinecker, 2014). Ví dụ, lý thuyết trật tự phân hạng giả định rằng các công ty có khả năng sinh lời cao hơn sẽ thích tài trợ nội bộ hơn cho vay nợ và do đó mối quan hệ ngược chiều được kỳ vọng giữa khả năng sinh lời và mức tài trợ nợ (Baltacı & Ayaydin, 2014). Phần lớn các nghiên cứu như Deesomsak & ctg (2004), Gaud & ctg (2005), Huang & Song (2006), Antoniou & ctg (2008), Frank & Goyal (2009), Kayo &

Kimura (2011), Moosa & Li (2012), Lemma & Negash (2013), Bassey & ctg (2014) và Baltacı & Ayaydin (2014) đã xác nhận mối quan hệ cùng chiều này được mong đợi.

Mặt khác, theo lý thuyết đánh đổi, các công ty có nhiều lợi nhuận dự kiến sẽ có nhiều khả năng trả nợ và tiết kiệm thuế nhiều hơn từ lá chắn thuế nợ (Baltacı & Ayaydin, 2014). Do đó, theo lý thuyết đánh đổi, khi các công ty có lãi họ có thể thích nợ hơn các nguồn khác để hưởng lợi từ tấm chắn thuế. Do đó, mối quan hệ cùng chiều giữa tài trợ nợ và khả năng sinh lời được dự kiến (Chakraborty, 2013). Vài nghiên cứu như Oyesola (2007), Chang & ctg (2009), Gungoraydinoglu & ztekin (2011), Kouki & Said (2012) và Chakraborty (2013) đã xác nhận mối quan hệ cùng chiều này, đặc biệt là khi sử dụng hai phương pháp đo lường khả năng sinh lời khác nhau.

5.1.2. Quy mô công ty

Hầu hết các phát hiện thực nghiệm về quy mô của công ty, như yếu tố ảnh hưởng đến tài trợ nợ, phù hợp với lý thuyết đánh đổi. Theo Dang (2013), lý thuyết đánh đổi cho thấy các công ty lớn phải đối mặt với tình trạng khó khăn tài chính và chi phí đại diện thấp hơn và do đó, có thể vay nhiều hơn các công ty nhỏ. Đề xuất của lý thuyết này là quy mô của các công ty có tác động cùng chiều đến mức độ tài trợ nợ. Ngoài ra, kỳ vọng này phù hợp với thực tế là các công ty có quy mô lớn, có tài sản hữu hình cao, được biết là có thể truy cập tín dụng dễ dàng hơn so với các công ty nhỏ hơn thiếu tài sản hữu hình có thể được sử dụng để đảm bảo các khoản nợ dài hạn (Bassey & ctg, 2014). Các nghiên cứu đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô công ty và tài trợ nợ bao gồm Bauer (2004), Gaud & ctg (2005); Huang & Song (2006), Oyesola (2007), De Jong & ctg (2008), Kayo & Kimura (2011), Kouki & Said (2012), Jõeveer (2013), Forte & ctg

(2013), Dang (2013), Bassey & ctg (2014) và Baltacı & Ayaydin (2014).

Tuy nhiên, theo Baltacı & Ayaydin (2014), các công ty lớn phải đối mặt với chi phí thông tin thấp hơn và có thể tăng vốn cổ phần dễ dàng hơn so với các công ty nhỏ hơn. Do đó, theo lý thuyết bất cân xứng thông tin, quy mô công ty và mức tài trợ nợ có thể có mối quan hệ ngược chiều. Hơn nữa, lý thuyết trật tự phân hạng về tài trợ nợ dự đoán rằng các công ty lớn hơn, đa dạng hơn, sẽ sử dụng ít nợ hơn và do đó, hy vọng rằng quy mô của công ty sẽ liên quan ngược chiều đến việc vay nợ. Một số nghiên cứu, như Rajan & Zingales (1995), Titman & Wessels (1988), Gaud & ctg (2007), Smith (2012), Majumdar (2012) và Chakraborty (2013), đã quan sát thấy mối quan hệ ngược chiều của tài trợ nợ và quy mô công ty.

5.1.3. Tài sản hữu hình

Lý thuyết trật tự phân hạng thừa nhận mối quan hệ ngược chiều giữa mức độ hữu hình tài sản và mức tài trợ nợ, trong khi lý thuyết đánh đổi hỗ trợ mối quan hệ cùng chiều (Baltacı & Ayaydin, 2014). Baltacı & Ayaydin (2014) lập luận rằng, từ nhận thức đánh đổi, người ta kỳ vọng rằng các công ty có tỷ lệ tài sản hữu hình trên tổng tài sản cao hơn sẽ chịu chi phí thấp hơn của khốn khó tài chính, vì tài sản hữu hình chịu tổn thất ít hơn giá trị trong trường hợp phá sản. Ngoài ra, tài sản hữu hình dễ định giá hơn cho người ngoài, dẫn đến tính bất cân xứng thông tin thấp hơn, chi phí nợ của đại diện rõ ràng và khả năng vay nợ cao hơn.

Mặt khác, lý thuyết trật tự phân hạng dự đoán rằng các công ty có ít tài sản thể chấp phải đối mặt với chi phí thông tin cao hơn và do đó, ủng hộ tài trợ nợ thay cho tài trợ vốn chủ sở hữu. Một số nghiên cứu như, Deesomsak & ctg (2004), Gaud & ctg (2005), Huang & Song (2006), Antoniou &

ctg (2008), Frank & Goyal (2009), Gungoraydinoglu & ztekin (2011), Kayo & Kimura (2011), Smith (2012), Dang (2013), Drobetz & ctg (2013), Lemma & Negash (2013), Antonczyk & Salzmann (2014) và Bassey & ctg (2014), đã báo cáo mối quan hệ cùng chiều giữa hữu hình và tài trợ nợ. Ngược lại, các nghiên cứu khác, như Bauer (2004), Huang & Song (2006), Daskalakis & Psillaki (2008), Öztekin & Flannery (2012), Kouki & Said (2012), Lemma & Negash (2013), Jõeveer (2013) 2013) và Baltacı & Ayaydin (2014), đã báo cáo mối quan hệ ngược chiều, đặc biệt là khi có nhiều hơn một phương pháp đo lường được sử dụng cho các mức nợ.

5.1.4. Tăng trưởng công ty

Mối quan hệ lý thuyết dự kiến giữa cơ hội tăng trưởng của công ty và nợ là ngược chiều phù hợp với lý thuyết đánh đổi và đại diện vì sự tăng trưởng của các công ty làm giảm khó khăn tài chính và chi phí nợ của đại diện (Deesomsak & ctg, 2004). Họ cũng lập luận rằng, ở một mức độ nhỏ, một mối quan hệ cùng chiều cũng được mong đợi phù hợp với trật tự phân hạng và các lý thuyết phát tín hiệu. Hầu hết các quan sát đã hỗ trợ mối quan hệ ngược chiều giữa cơ hội tăng trưởng của công ty và mức tài trợ nợ (Bauer, 2004; Gaud & ctg, 2005; Huang và Song, 2006; Gaud & ctg, 2007; Oyesola, 2007; Antoniou & ctg, 2008; De Jong & ctg, 2008; Gungoraydinoglu & Öztekin, 2011; Kayo & Kimura, 2011; Chakraborty, 2013; Dang, 2013; Mateev & ctg, 2013; và Lemma & Negash, 2013). Mặt khác, một số quan sát của Daskalakis & Psillaki (2008), Chang & ctg (2009), Kouki & Said (2012), Majumdar (2012), Cortez & Susanto (2012), Forte & ctg (2013), Alzomaia (2014), Antonchot & Salzmann (2014) và Bassey & ctg (2014) đã cho thấy mối quan hệ cùng chiều.

5.1.5. *Rủi ro công ty*

Tài trợ nợ của các công ty dự kiến sẽ giảm khi tăng biến động thu nhập, được sử dụng như một thước đo rủi ro vì biến động thu nhập cao hơn làm tăng khả năng gặp khó khăn tài chính vì các công ty không thể thực hiện đầy đủ các dịch vụ nợ theo cam kết của họ (Deesomsak & ctg, 2004). Điều này ngụ ý rằng mức độ tài trợ nợ của các công ty giảm đi cùng với sự gia tăng rủi ro của các công ty, dẫn đến một mối quan hệ ngược chiều được kỳ vọng. Bauer (2004) cũng chấp nhận thực tế rằng mối quan hệ có thể cùng chiều, đặc biệt là khi phương sai của tài sản của các công ty tăng lên và đến lượt nó, làm giảm rủi ro hệ thống của vốn chủ sở hữu.

Các nghiên cứu như Bauer (2004), Deesomsak & ctg (2004), Huang và Song (2006), Antoniou & ctg (2008), De Jong & ctg (2008), Frank & Goyal (2009), Lim (2012), Drobetz & ctg (2013), Forte & ctg (2013), Alzomaia (2014) và Baltaci & Ayaydin (2014) đã tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa rủi ro của công ty và tài trợ nợ. Trái lại, Gaud & ctg (2005), Foster & Young (2013) và Lemma & Negash (2013) đã tìm thấy cả mối quan hệ cùng chiều và ngược chiều khi họ sử dụng các phương pháp đo lường khác nhau về mức độ tài trợ nợ. Hầu hết các nghiên cứu, như được nhấn mạnh ở trên, cho thấy mối quan hệ ngược chiều, mặc dù hầu hết chúng không đủ mạnh và có ý nghĩa thống kê (Bauer, 2004; Deesomsak & ctg, 2004; và Frank & Goyal, 2009).

5.1.6. *Thuế suất*

Hầu hết các nghiên cứu thất bại tìm thấy sự hợp lý hoặc có ý nghĩa tác động của thuế đối với hành vi tài trợ nợ vì các phương pháp đo lường tài trợ nợ của tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu là kết quả tích lũy của nhiều năm của các quyết định riêng biệt và tầm chắn thuế có ảnh hưởng không nhiều đến thuế suất biên đối với hầu hết các công ty (De Jong & ctg, 2008). Nghiên

cứ của Huang & Song (2006), Antoniou & ctg (2008), De Jong & ctg (2008), Foster & Young (2013) và Jõeveer (2013) đã tìm thấy kết quả hợp lý về thiết lập mối quan hệ cùng chiều. Tuy nhiên, Antonczyk & Salzmann (2014), nghiên cứu các công ty trên khắp các quốc gia khác nhau, đã xác định mối quan hệ cùng chiều và Lemma & Negash (2013) quan sát thấy cả mối quan hệ cùng chiều và ngược chiều từ các công ty của các quốc gia châu Phi khác nhau.

5.1.7. *Thanh khoản*

Mối quan hệ ngược chiều giữa tài trợ nợ và thanh khoản thường được tìm thấy trong nghiên cứu cấu trúc vốn (Smith, 2012). Tác giả cho rằng sự ngược chiều này phát sinh do các công ty có lợi nhuận cao hơn cố gắng tránh các chi phí lựa chọn ngược (bất lợi) của nợ bên ngoài, hoặc bởi vì có lợi nhuận và giàu có trong các lựa chọn tăng trưởng tìm cách tránh vấn đề nghịch lý nợ (debt overhang). Theo kinh nghiệm, các nghiên cứu, như Deesomsak & ctg (2004), Smith (2012) và Mateev & ctg (2013), đã xác nhận mối quan hệ lý thuyết ngược chiều này, trong khi Gungoraydinoglu & Öztekin (2011), xem xét một số bằng chứng quốc tế mới, đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa thanh khoản và tài trợ nợ.

5.1.8. *Tầm chắn thuế phi nợ*

Như đã đề cập trước đây, lập luận lý thuyết là tầm chắn thuế phi nợ là sự thay thế cho lá chắn thuế liên quan đến nợ và do đó, mối quan hệ giữa tầm chắn thuế phi nợ và tài trợ nợ phải là ngược chiều (Lim, 2012). Thực tế này đã được xác nhận bởi các nghiên cứu như Bauer (2004), Deesomsak & ctg (2004), Huang & Song (2006), Cortez & Susanto (2012), Lim (2012) và Lemma & Negash (2013). Trái với phát hiện này, các nghiên cứu như Oyesola (2007), Antoniou & ctg (2008), Kouki & Said (2012), Chakraborty (2013), Dang (2013) và Antonczyk &

Salzmann (2014), đã tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tầm chắn thuế phi nợ và tài trợ nợ.

5.1.9. *Xác suất phá sản*

Xác suất phá sản cao hơn hàm ý chi phí phá sản cao. Do đó, giả thuyết đánh đổi dự đoán mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng phá sản và tài trợ nợ (Kayo & Kimura, 2011). Chứng minh cho giả thuyết này, Smith (2012) đã tìm thấy một mối quan hệ ngược chiều của việc sử dụng tổng nợ trên tổng tài sản như một thước đo mức độ tài trợ nợ, trong khi Gaud & ctg (2005) và Kouki & Said (2012) đã tìm thấy một mối quan hệ cùng chiều trong việc hỗ trợ lý thuyết trật tự về tài trợ nợ (Titman & Wessels, 1988).

5.2. *Yếu tố kinh tế vĩ mô.*

5.2.1. *Tổng sản phẩm quốc nội*

Hầu hết các nghiên cứu về các yếu tố kinh tế vĩ mô của tài trợ nợ đã tìm thấy kết quả có ý nghĩa thống kê giữa tổng sản phẩm quốc nội (GDP) của các quốc gia và mức tài trợ nợ của các công ty. Ví dụ điển hình là De Jong & ctg (2008), Gungoraydinoglu & Öztekin (2011) và Baltacı & Ayaydin (2014), đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều có ý nghĩa thống kê giữa GDP và mức tài trợ nợ của các công ty. Ngược lại, Kayo & Kimura (2011), Drobetz & ctg (2013) và Jõeveer (2013) cũng tìm thấy kết quả có ý nghĩa thống kê nhưng có mối quan hệ ngược chiều.

5.2.2. *Tỷ lệ lạm phát*

Một yếu tố kinh tế vĩ mô được thực nghiệm rộng rãi là tỷ lệ lạm phát. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm đã không nhất quán (Mokhova & Zinecker, 2014). Các nghiên cứu của Gungoraydinoglu & Öztekin (2011), Drobetz & ctg (2013), Jõeveer (2013), Antonczyk & Salzmann (2014) và Baltacı & Ayaydin (2014) đã quan sát thấy mối quan hệ ngược chiều giữa lạm phát và tài trợ nợ. Điều này ngụ ý rằng lạm phát cao hơn làm giảm lợi ích của việc vay nợ vì chi phí phá sản nợ

cao hơn được áp dụng cho các công ty trong giai đoạn mức lạm phát cao. Thật thú vị, Frank & Goyal (2009) đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa lạm phát và tài trợ nợ.

5.2.3. *Lãi suất*

Người ta tin rằng ảnh hưởng của lãi suất được kết hợp trong tỷ lệ lạm phát (Deesomsak & ctg, 2004). Do đó, một số nghiên cứu chỉ tìm thấy một vài mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa lãi suất và tài trợ nợ. Từ các nghiên cứu được đánh giá, Antoniou & ctg (2008) và Mokhova & Zinecker (2014) đã tìm thấy mối quan hệ ngược chiều khi nghiên cứu các yếu tố kinh tế vĩ mô về mức độ tài trợ nợ của các công ty của các nước châu Âu.

5.2.4. *Các yếu tố khác*

Các nghiên cứu khác đã cố gắng tìm kiếm các quan sát về các yếu tố khác thường không được nghiên cứu. Chẳng hạn, Welch (2004), Frank & Goyal (2009) và Baltacı & Ayaydin (2014) đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa mức tài trợ nợ trung bình của các ngành với mức tài trợ nợ của các công ty. De Jong & ctg (2008) đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa sự phát triển của các tổ chức tài chính và tài trợ nợ của các công ty, trong khi Kayo & Kimura (2011) tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa hai bên. Smith (2012) và Bassey & ctg (2014) cũng quan sát thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tuổi của các công ty và mức tài trợ nợ của họ. Phát hiện này phù hợp với kỳ vọng về mặt lý thuyết của lý thuyết trật tự phân hạng về tài trợ nợ. Jõeveer (2013) đã kết hợp chỉ số nhận thức tham nhũng của các công ty trong nghiên cứu của mình và thấy rằng nó có quan hệ cùng chiều đến mức độ tài trợ nợ của các tập đoàn.

Bảng 1 dưới đây trình bày tóm tắt các yếu tố lý thuyết được xem xét có ảnh hưởng đến việc tài trợ nợ của các công ty với kết quả thực nghiệm và kỳ vọng.

Bảng 1. Tóm tắt lý thuyết và thực nghiệm tìm thấy

Yếu tố	Đo lường	Kỳ vọng lý thuyết	Thực nghiệm tìm thấy phổ biến
Khả năng sinh lời (Profitability)	PROF	+/-	-
Quy mô công ty (Corporation size)	SIZ	+/-	+
Tính hữu hình tài sản (Asset tangibility)	TANG	+/-	+
Tăng trưởng công ty (Corporation growth)	GROW	+/-	-
Rủi ro công ty (Corporation risk)	RISK	+/-	-
Thuế suất công ty (Corporation tax rate)	TAX	+	-
Thanh khoản (Liquidity)	LIQ	-	-
Tấm chắn thuế phi nợ (Non-debt tax shield)	NDTS	-	-/+
Xác suất phá sản (Probability of bankruptcy)	BKCY	+/-	+
Tổng sản phẩm quốc nội (Gross domestic product)	GDP	+/-	+
Tỷ lệ lạm phát (Inflation rate)	INFL	+/-	-
Lãi suất (Interest rates)	INT	+/-	
Trung bình ngành (Industry median)	INDM	+/-	+
Điều kiện thị trường tài chính (Financial markets conditions)	FMC	+/-	+
Chỉ số nhận thức tham nhũng (Corruption perception index)	CORR	-	
Tuổi (Age)	AGE	-	+

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Trong bảng 1, dấu (+) cho thấy mối quan hệ cùng chiều, trong khi dấu (-) đại diện cho quan hệ ngược chiều.

6. Kết luận

Tóm lại các nghiên cứu được xem xét, có thể kết luận rằng các quyết định tài trợ nợ trong các công ty bị ảnh hưởng bởi cả các yếu tố xác định của công ty và các yếu tố kinh tế vĩ mô. Các yếu tố xác định của công ty bao gồm khả năng sinh lời, quy mô công ty, tính tự nhiên của tài sản, cơ hội tăng trưởng, rủi ro của công ty, thuế suất của công ty, thanh khoản, lá chắn thuế phi nợ, xác suất phá sản, tuổi của công ty và chỉ số nhận thức tham nhũng. Các yếu tố kinh tế vĩ mô bao gồm tổng sản phẩm quốc nội, tỷ lệ lạm phát, lãi suất, ảnh hưởng của ngành và điều kiện thị trường tài chính. Những yếu tố này sẽ ảnh hưởng đến quyết định tài trợ nợ của các công

ty cùng chiều và ngược chiều. Hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tài trợ nợ của các công ty và các yếu tố, chẳng hạn như quy mô, tính hữu hình của tài sản, khả năng phá sản, tổng sản phẩm trong nước, trung bình ngành và điều kiện thị trường tài chính. Do đó, mối quan hệ ngược chiều giữa tài trợ nợ của các công ty và khả năng sinh lời, tăng trưởng, rủi ro, thuế suất, thanh khoản và tỷ lệ lạm phát cũng được tìm thấy bởi hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm. Các nghiên cứu cũng đã phân tích các lý thuyết tài trợ nợ giải thích chiến lược tài trợ nợ sẽ được nhận ra như thế nào để đáp ứng với những thay đổi trong các yếu tố này..

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Alzomaia, T.S.F. (2014). Capital Structure Determinants of Publicly Listed Companies in Saudi Arabia, *International Journal of Business & Finance Research (IJBFR)*, 8 (2), pp. 53-67.
- Antonczyk, R.C. & Salzmman, A.J. (2014). Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure, *Research in International Business and Finance*, 31, pp. 132-151.
- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions, *Journal of financial and quantitative analysis*, 43 (1), pp. 59-92.
- Baltacı, N. & Ayaydın, H. (2014). Firm, Country and Macroeconomic Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Banking Sector, *EMAJ: Emerging Markets Journal*, 3 (3), pp. 47-58.
- Bassey, N.E., Arene, C.J. & Okpukpara, B.C. (2014). Determinants of Capital Structure of Listed Agro Firms in Nigeria. *Economic Affairs: A Quarterly Journal of Economics*, 59 (1), pp. 35-47.
- Bauer, P. (2004). Capital structure of listed companies in visegrad countries, *Prague economic papers*, 2, pp. 159-175.
- Berger, P.G., Ofek, E. & Yermack, D.L. (2012). Managerial entrenchment and capital structure decisions, *The Journal of Finance*, 52 (4), pp. 1411-1438.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models, *Journal of Econometrics*, 87 (1), pp. 115-143.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries, *The Journal of Finance*, 56 (1), pp. 87-130.
- Bosworth, B., Smith, W. & Brill, D. (1971). Patterns of corporate external financing, *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 253-284.
- Brav, O. (2009). Access to capital, capital structure, and the funding of the firm, *The Journal of Finance*, 64 (1), pp. 263-308.
- Byoun, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward targets? *The Journal of Finance*, 63 (6), pp. 3069-3096.
- Chakraborty, I. (2013). Does capital structure depend on group affiliation? An analysis of Indian firms, *Journal of Policy Modeling*, 35 (1), pp. 110-120.
- Chang, C., Lee, A.C. & Lee, C.F. (2009). Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49 (2), pp. 197-213.
- Chen, S. (2013). How do leverage ratios affect bank share performance during financial crises: The Japanese experience of the late 1990s, *Journal of the Japanese and International Economies*, 30 (1), pp. 1-18.
- Cortez, M.A. & Susanto, S. (2012). The Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Japanese Manufacturing Companies, *Journal of International Business Research*, 11, pp. 122-134.
- Dang, V.A. (2013). Testing capital structure theories using error correction models: evidence from the UK, France and Germany, *Applied Economics*, 45 (2), pp. 171-190.
- Daskalakis, N. & Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece, *Applied Financial Economics*, 18 (2), pp. 87-97.

- De Jong, A., Kabir, R. & Nguyen, T.T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants, *Journal of Banking & Finance*, 32 (9), pp. 1954-1969.
- DeAngelo, H. & Masulis, R.W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics*, 8 (1), pp. 3-29.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region, *Journal of Multinational Financial Management*, 14 (4-5), pp. 387-405.
- Drobetz, W., Gounopoulos, D., Merikas, A. & Schröder, H. (2013). Capital structure decisions of globally-listed shipping companies, *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 52, pp. 49-76.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of financial studies*, 15 (1), pp. 1-33.
- Fan, J.P.H., Titman, S. & Twite, G. (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 47 (1), pp. 23-56.
- Forte, D., Barros, L.A. & Nakamura, W.T. (2013). Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises, *BAR – Brazilian Administration Review*, 10 (3), pp. 347-369.
- Foster, M.D. & Young, M.T. (2013). Capital Structure Determinants for Emerging Markets by Geographic Region, *Journal of Applied Financial Research*, 1, pp. 55-87.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management*, 38 (1), pp. 1-37.
- Gaud, P., Hoesli, M. & Bender, A. (2007). Debt-equity choice in Europe, *International Review of Financial Analysis*, 16 (3), pp. 201-222.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M. & Bender, Andr. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data, *European Financial Management*, 11 (1), pp. 51-69.
- Goswami, G. & Shrikhande, M.M. (2001). Economic exposure and debt financing choice, *Journal of Multinational Financial Management*, 11 (1), pp. 39-58.
- Gungoraydinoglu, A. & Öztekin, Ö. (2011). Firm- and country-level determinants of corporate leverage: Some new international evidence, *Journal of Corporate Finance*, 17 (5), pp. 1457-1474.
- Harris, M. & Raviv, A. (1988). Corporate control contests and capital structure, *Journal of Financial Economics*, 20 (1), pp. 55-86.
- Huang, G. & Song, F.M. (2006). The determinants of capital structure: evidence from China, *China Economic Review*, 17 (1), pp. 14-36.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American economic review*, pp. 323-329.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of financial economics*, 3 (4), pp. 305-360.
- Jiraporn, P., Kim, J., Kim, Y.S. & Kitsabunnarat, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS), *International Review of Economics & Finance*, 22 (1), pp. 208-221.
- Jõeveer, K. (2013). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies, *Journal of Comparative Economics*, 41, pp. 294-308.

- Kayo, E.K. & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure, *Journal of Banking & Finance*, 35 (2), pp. 358-371.
- Knaup, M. & Wagner, W. (2012). A Market-Based Measure of Credit Portfolio Quality and Banks' Performance During the Subprime Crisis, *Management Science*, 58 (8), pp. 1423-1437.
- Kouki, M. & Said, H.B. (2012). Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data, *International Journal of Business & Management*, 7 (1).
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973). A State-preference model of optimal financial leverage, *The Journal of Finance*, 28 (4), pp. 911-922.
- Lemma, T.T. & Negash, M. (2013). Institutional, macroeconomic and firm-specific determinants of capital structure: The African evidence, *Management Research Review*, 36 (11), p. 3.
- Lim, T.C. (2012). Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China, *International Journal of Economics & Finance*, 4 (3).
- Majumdar, R. (2012). The Determinants of Indebtedness in Unlisted Manufacturing Firms in India: A Panel Data Analysis, MPRA Paper No. 43427, pp. 1-32.
- Mateev, M., Poutziouris, P. & Ivanov, K. (2013). On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis, *Research in International Business and Finance*, 27 (1), pp. 28-51.
- Mayer, C. (1988). New issues in corporate finance, *European Economic Review*, 32 (5), pp. 1167-1183.
- Miller, M.H. (2012). Debt and Taxes, *the Journal of Finance*, 32 (2), pp. 261-275.
- Mizruchi, M.S. & Stearns, L.B. (1994). A longitudinal study of borrowing by large American corporations, *Administrative Science Quarterly*, pp. 118-140.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *The American economic review*, pp. 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *The American Economic Review*, 53 (3), pp. 433-443.
- Mokhova, N. & Zinecker, M. (2014). Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure, *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 110, pp. 530-540.
- Moosa, I. & Li, L. (2012). Firm-Specific Factors as Determinants of Capital Structure: Evidence From Indonesia, *Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies*, 15 (2), pp. 1150007-1150024.
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle, *The journal of finance*, 39 (3), pp. 574-592.
- Myers, S.C. (2001). Capital structure, *The Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 81-102.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of financial economics*, 13 (2), pp. 187-221.
- O'Brien, J. & David, P. (2010). Firm growth and type of debt: the paradox of discretion, *Industrial & Corporate Change*, 19 (1), pp. 51-80.
- Oyesola, S.R. (2007). An Empirical Analysis of the Capital Structure of Selected Quoted Companies in Nigeria, *International Journal of Applied Economics & Finance*, 1 (1).
- Öztekin, Ö. & Flannery, M.J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds, *Journal of Financial Economics*, 103 (1), pp. 88-112.
- Petersen, M.A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches, *Review of financial studies*, 22 (1), pp. 435-480.

- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *The journal of Finance*, 50 (5), pp. 1421-1460.
- Rao, N.V., Al-Yahyaee, K.H.M. & Syed, L.A. (2007). Capital structure and financial performance: evidence from Oman, *Indian Journal of Economics and Business*, 6 (1).
- Smith, G.P. (2012). Capital Structure Determinants for Tax-Exempt Organisations: Evidence from the UK, *Financial Accountability & Management*, 28 (2), pp. 143-163.
- Stearns, L.B. & Mizruchi, M.S. (1993). Board composition and corporate financing: the impact of financial institution representation on borrowing, *Academy of management Journal*, 36 (3), pp. 603-618.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice, *The Journal of Finance*, 43 (1), pp. 1-19.
- Titman, S. & Wessels, R. (2012). The determinants of capital structure choice, *The Journal of Finance*, 43 (1), pp. 1-19.
- Welch, I. (2004). Capital structure and stock returns, *Journal of Political Economy*, 112 (1), pp. 106-132.