



Ngôn ngữ lạc quan của báo cáo thường niên và tài trợ doanh nghiệp: Bằng chứng tại Việt Nam

TRẦN THỊ HẢI LÝ ^{a,*}, LÊ THỊ PHƯƠNG VY ^a, PHÙNG ĐỨC NAM ^a

^a Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<i>Ngày nhận: 16/12/2018</i> <i>Ngày nhận lại: 08/01/2019</i> <i>Duyệt đăng: 11/01/2019</i> Mã phân loại JEL: B26, F65, G41 Từ khóa: Đòn bẩy; Sự lạc quan của nhà quản lý; Sắc thái ngôn ngữ; Báo cáo thường niên. Keywords: Leverage; Managerial Optimism; Linguistic Tone; Annual Report.	Bài viết này nhằm mục đích tìm hiểu xem liệu sự lạc quan của các nhà quản lý có ảnh hưởng lên đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam hay không bằng cách sử dụng dữ liệu trong giai đoạn 2010–2016. Nhóm tác giả sử dụng cách tiếp cận mới để đo lường tâm lý lạc quan của nhà quản lý, đó là dựa vào sắc thái ngôn ngữ trong phần văn bản của báo cáo thường niên. Bằng phương pháp hồi quy hiệu ứng cố định trên dữ liệu dạng bảng, nghiên cứu tìm thấy các doanh nghiệp được điều hành bởi nhà quản lý lạc quan có một tỷ lệ nợ cao hơn, đồng thời có xu hướng gia tăng tài trợ nợ bên ngoài khi đối diện với tình trạng thâm hụt tài chính. Kết quả này phù hợp với các lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm trước đây về hành vi tài trợ tuân theo lý thuyết trật tự phân hạng khi nhà quản lý có xu hướng quá lạc quan. Kết quả của nghiên cứu này cũng hàm ý cho các nghiên cứu về sau, cũng như cho thị trường rằng: Việc xem xét các nhân tố có vai trò quan trọng đối với việc lựa chọn cấu trúc vốn không nên chỉ giới hạn trong khuôn khổ các nhân tố cơ bản mà cần lưu ý tới các đặc điểm tâm lý của nhà quản lý. Abstract This paper aims to examine whether managerial optimism affects the financial leverage of Vietnamese firms by using the data collected over the 2010–2016 period. The authors employ a new approach to measure the managerial optimism which is based on the annual report's linguistic tone. Using the fixed effects model for panel data, the study finds that firms being operated by optimistic managers have a higher

* Tác giả liên hệ.

Email: hailyth@ueh.edu.vn (Trần Thị Hải Lý), phuongvyqt@ueh.edu.vn (Lê Thị Phương Vy), ducnam@ueh.edu.vn (Phùng Đức Nam).
Trích dẫn bài viết: Trần Thị Hải Lý, Lê Thị Phương Vy, & Phùng Đức Nam. (2018). Ngôn ngữ lạc quan của báo cáo thường niên và tài trợ doanh nghiệp: Bằng chứng tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh châu Á*, 29(12), 05–24.

debt ratio and tend to increase external debt financing when they confront financial deficits. These results are consistent with theoretical arguments and previous empirical evidence that corporate financing behavior by optimistic managers follows the pecking-order theory. These results also provide an implication for future researches and financial market that the consideration for corporate financing behavior does not emphasize only on fundamental factors but also managerial psychological traits.

1. Giới thiệu

Các lý thuyết về hành vi tài trợ của doanh nghiệp đã có một bước tiến đáng kể từ khi Modigliani và Miller (1958) công bố nghiên cứu về việc chính sách vay nợ không có bất kỳ ảnh hưởng nào lên giá trị của doanh nghiệp dưới các giả định của một thị trường vốn hoàn hảo, bao gồm: Không có thuế, không có chi phí phát hành, không tồn tại bất cân xứng thông tin và nợ là phi rủi ro. Các nghiên cứu sau đó đã lần lượt nói lỏng một (hoặc một số) giả định trên và đưa lý thuyết cấu trúc vốn tới gần với thế giới thực hơn. Hai lý thuyết điển hình nhất cung cấp các lý giải cho hành vi tài trợ của doanh nghiệp là lý thuyết đánh đổi (Trade-Off Theory) được phát triển bởi Myer (1977) và lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory) được phát triển bởi Myers và Majluf (1984). Lý thuyết đánh đổi (Myers, 1977) xem xét thêm sự hiện diện của thuế và kiệt quệ tài chính dẫn đến sự đánh đổi giữa lợi ích (tắt chắn thuế) và bất lợi của nợ (chi phí kiệt quệ tài chính). Từ đó, một doanh nghiệp có thể xây dựng cho mình một cấu trúc vốn tối ưu trên cơ sở giải quyết bài toán đánh đổi giữa hai mặt này. Tiếp theo, lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984) đã đưa nhân tố thông tin bất cân xứng vào xem xét và đề xuất rằng: Do có sự bất cân xứng thông tin giữa những người bên trong doanh nghiệp và thị trường khiến cho các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ nội bộ trước, kế đến là tài trợ nợ và sau đó mới đến lượt phát hành vốn cổ phần mới.

Tuy vậy, các nghiên cứu về hành vi tài trợ của doanh nghiệp không chỉ nằm trong phạm vi các lý thuyết chuẩn tắc nói trên, các học giả sau đó chú ý đến việc liệu các đặc điểm của nhà quản lý (mà nổi bật là sự lạc quan hoặc sự tự tin của họ) có chi phối quyết định tài trợ hay không. So với sự ra đời từ khá lâu của các nghiên cứu truyền thống đã đề cập (Myer, 1977; Myers & Majluf, 1984), những nghiên cứu xét đến đặc điểm nhà tâm lý của nhà quản lý chỉ phổ biến trong hai thập niên trở lại đây (Hackbarth, 2008; Heaton, 2008; Malmendier và cộng sự, 2007). Mặc dù vậy, Hackbarth (2008), Heaton (2002) cùng Malmendier và cộng sự (2007) đưa ra hàm ý quan trọng rằng hoạt động tài trợ của doanh nghiệp cần phải được xem xét một cách toàn diện hơn. Hackbarth (2008) cho rằng các đặc điểm tâm lý của nhà quản lý có thể làm thay đổi đáng kể cấu trúc vốn, mặc dù các nhân tố cơ bản của ngành và của doanh nghiệp thường không đổi, nghĩa là các nhân tố tâm lý của nhà quản lý không nên bị xem nhẹ khi nghiên cứu hoạt động tài trợ của doanh nghiệp.

Ở Việt Nam, thời gian qua đã có các nghiên cứu về cấu trúc vốn của doanh nghiệp nói chung và ảnh hưởng của sự tự tin của nhà quản lý lên cấu trúc vốn nói riêng, như: Nghiên cứu của Lê Đạt Chí (2013), Trần Hoài Nam và Trương Đình Bảo Long (2016), Phạm Quốc Việt và Nguyễn Đình Trung (2018). Tuy nhiên, việc đo lường tâm lý quá tự tin hay quá lạc quan ở Việt Nam là khá khó khăn. Điều này có nguyên nhân từ việc các thước đo tâm lý được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu ở

những quốc gia trên thế giới (phổ biến nhất là hành vi thực hiện và nắm giữ quyền chọn cổ phiếu của nhà quản lý) là không có sẵn ở Việt Nam cũng như ở nhiều thị trường non trẻ khác. Thay vào đó, các tác giả Trần Hoài Nam và Trương Đình Bảo Long (2016), Phạm Quốc Việt và Nguyễn Đình Trung (2018) sử dụng hành vi mua ròng cổ phiếu của nhà quản lý để làm đại diện cho sự tự tin hoặc quá lạc quan. Thước đo này được đề xuất bởi Malmendier và Tate (2005), theo đó, một nhà quản lý được xem là quá tự tin nếu họ mua ròng cổ phiếu của doanh nghiệp liên tục trong 5 năm. Tuy nhiên, áp dụng điều kiện mua ròng theo Malmendier và Tate (2005) thì quy mô mẫu sẽ khá nhỏ. Do đó, một số tác giả như Phạm Quốc Việt và Nguyễn Đình Trung (2018) đã giảm nhẹ điều kiện này bằng cách chỉ sử dụng mua ròng của từng năm. Nhưng chúng tôi cho rằng, sử dụng mua ròng từng năm lại gặp một hạn chế khác đó là một nhà quản lý mua ròng trong một năm nào đó có thể chỉ đơn giản là do ông ta có thông tin riêng về triển vọng của doanh nghiệp, hoặc đơn giản là do nhà quản lý đó đánh giá tốt các nhân tố cơ bản của doanh nghiệp, mà không hẳn là do họ quá tự tin.

Trước đây, một số nghiên cứu trên thế giới đã sử dụng ngôn ngữ mà báo chí mô tả một nhà quản lý để suy luận ra nhà quản lý có quá tự tin hay không, chẳng hạn như Malmendier và Tate (2008). Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, ở một chừng mực nhất định, mô tả của báo chí có thể là thể giới quan của người mô tả chứ chưa hẳn bản thân nhà quản lý là quá tự tin hay quá lạc quan. Trong khi đó, việc xem xét trực tiếp sắc thái ngôn ngữ mà các doanh nghiệp thể hiện trong các báo cáo hoặc các thông báo về thông tin doanh nghiệp ra cho các nhà đầu tư đại chúng có thể là một cách tiếp cận thực tế, khả thi và trực tiếp hơn để nhận biết dấu hiệu về sự lạc quan hoặc tự tin của nhà quản lý. Các nghiên cứu gần đây đã gợi ý hướng tiếp cận này để đo lường trực tiếp hành vi nhà quản lý như nghiên cứu của Buchholz và cộng sự (2018), Davis và cộng sự (2015), Li (2010b), Brenna và Conroy (2013).

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả xây dựng một thước đo mới được rút ra theo hướng tiếp cận trực tiếp dựa vào ngôn ngữ của phần văn bản báo cáo thường niên (nghĩa là phần chữ), sau khi đã loại bỏ khả năng doanh nghiệp sử dụng ngôn ngữ lạc quan được giải thích bởi các nhân tố nội tại của doanh nghiệp. Thước đo này là một đóng góp có ý nghĩa cho việc đo lường sự lạc quan của nhà quản lý, mà có thể sử dụng cho các nghiên cứu trong lĩnh vực tài chính hành vi doanh nghiệp trong tương lai. Với mục đích sử dụng thước đo mới này để xem xét hành vi tài trợ của doanh nghiệp có quan hệ với sự lạc quan của nhà quản lý hay không, nghiên cứu này tìm thấy các doanh nghiệp được điều hành bởi nhà quản lý lạc quan sử dụng một tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn. Hơn nữa, những doanh nghiệp này cũng có xu hướng gia tăng tài trợ nợ khi họ phải đối diện với tình trạng thâm hụt tài chính. Những kết quả này hỗ trợ cho các lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm trước đây về hành vi tài trợ tuân theo lý thuyết trật tự phân hạng của các nhà quản lý lạc quan.

Các phần còn lại của bài nghiên cứu sẽ được tổ chức như sau: Phần 2 của bài viết này sẽ trình bày nền tảng lý thuyết về tài trợ của doanh nghiệp và giả thuyết nghiên cứu; Phương pháp nghiên cứu được trình bày trong phần 3; Phần 4 sẽ phân tích và thảo luận kết quả; và cuối cùng là phần 5 trình bày kết luận.

2. Lý thuyết về cấu trúc vốn doanh nghiệp

2.1. Các lý thuyết cấu trúc vốn chuẩn tắc

Lý thuyết nền tảng nhất về tài trợ doanh nghiệp được đề xuất bởi Modigliani và Miller (1958). Định đề thứ nhất nổi tiếng của hai tác giả trên phát biểu rằng cấu trúc vốn không tác động lên giá trị doanh nghiệp hay tài sản của các cổ đông trong một thị trường vốn được giả định là hoàn hảo. Bởi vì tất cả các cấu trúc vốn là như nhau cho nên việc doanh nghiệp lựa chọn bao nhiêu nợ trong cấu trúc vốn của mình là không quan trọng, mà nguồn gốc của giá trị doanh nghiệp nằm ở các cơ hội đầu tư.

Tuy nhiên, trên thực tế thị trường vốn là không hoàn hảo, một trong số những bất hoàn hảo có thể nhận thấy rõ ràng nhất đó là các doanh nghiệp ở hầu hết các quốc gia đều phải chịu thuế thu nhập. Điều này làm nảy sinh lợi thế của nợ so với vốn cổ phần bởi vì doanh nghiệp được phép trừ các khoản chi phí lãi vay ra khỏi thu nhập trước khi xác định số thuế mà doanh nghiệp phải nộp. Vì thế, xét sau thuế, tài trợ nợ có lợi hơn tài trợ vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, lợi thế của nợ không phải là không có giới hạn, nếu doanh nghiệp cố gắng tài trợ quá nhiều nợ trong cấu trúc vốn của mình doanh nghiệp có thể đối mặt với tình trạng kiệt quệ tài chính. Do đó, doanh nghiệp cần phải cân nhắc tài trợ một tỷ lệ giữa nợ và vốn chủ sở hữu sao cho cân bằng được giữa lợi ích của nợ tăng thêm so với chi phí kiệt quệ tài chính đi kèm. Mối quan hệ này được thảo luận trong lý thuyết đánh đổi của Myers (1977). Lý thuyết này dự đoán rằng những doanh nghiệp phải trả nhiều thuế có thể xem xét tài trợ một mức nợ thường là cao hơn so với các doanh nghiệp phải trả thuế ít.

Bên cạnh sự hiện diện của thuế, thị trường còn tồn tại những bất hoàn hảo khác, chẳng hạn vấn đề thông tin bất cân xứng, mà ở đó các nhà đầu tư bên ngoài được xem là không có thông tin đầy đủ về doanh nghiệp giống như các nhà quản lý, vì thế động thái phát hành nợ hay vốn cổ phần mới của doanh nghiệp có thể được thị trường "suy luận" khác nhau, và điều này làm cho việc lựa chọn tài trợ bằng nguồn nào trở nên quan trọng. Theo lý thuyết trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984), doanh nghiệp sẽ ưu tiên vay nợ trước, sau đó mới nghĩ tới việc phát hành cổ phần mới khi mà dòng tiền sản sinh từ bên trong doanh nghiệp không đủ đáp ứng cho các chi tiêu vốn. Do đó, tổng nợ sẽ phản ánh nhu cầu tích lũy nguồn tài trợ bên ngoài của doanh nghiệp.

Những lý thuyết vừa đề cập đã tạo ra bức tranh nhiều màu sắc của hoạt động tài trợ doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi tập trung vào sự hiện diện của thuế và kiệt quệ tài chính trong khi lý thuyết trật tự phân hạng chú trọng vào vấn đề thông tin bất cân xứng.

2.2. Lý thuyết cấu trúc vốn hành vi

Mặc dù các lý thuyết tài chính chuẩn tắc về quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp chiếm ưu thế trong các tài liệu học thuật, ngày càng có nhiều nghiên cứu tìm thấy con người nói chung và nhà quản lý nói riêng là quá lạc quan. Tâm lý lạc quan này có thể ảnh hưởng đến hành vi tài trợ của doanh nghiệp. Các nghiên cứu trong lĩnh vực tâm lý học thí nghiệm tìm thấy con người thường có xu hướng quá lạc quan (chẳng hạn Taylor & Brown, 1988). Người quá lạc quan là người thường dự báo những sự kiện thuận lợi có nhiều khả năng xảy ra với mình hơn so với thực tế và họ cũng tin bản thân có hiểu biết rõ ràng về các sự kiện tương lai hơn so với thực tế, và họ cũng thường nghĩ những điều tốt sẽ xảy ra với mình hơn là với các đồng nghiệp (Weinstein, 1980). Cassar (2010) cho thấy các doanh nhân trẻ thường quá lạc quan trong các kỳ vọng của họ, theo đó, họ đánh giá quá cao xác suất hoạt

động khởi đầu tiến triển tốt và ước lượng quá cao doanh thu cũng như công việc kinh doanh của năm tiếp theo.

Nhà quản lý lạc quan có thiên hướng đánh giá triển vọng của doanh nghiệp cao hơn nhiều so với thực tế, và do đó đánh giá quá cao thu nhập kỳ vọng. Đặc điểm tâm lý này lần đầu tiên được Heaton (2002) tích hợp vào trong mô hình lý thuyết truyền thống về hành vi tài trợ của doanh nghiệp đã đề cập ở trên. Trong mô hình này, Heaton (2002) giả định nhà quản lý lạc quan có xu hướng tin rằng chứng khoán của doanh nghiệp bị định giá thấp, cụ thể, vốn cổ phần được cho là bị định giá thấp trầm trọng hơn so với nợ có rủi ro. Điều này đưa đến việc tài trợ nợ rủi ro thì ít nhạy cảm hơn so với tài trợ vốn chủ sở hữu khi nhà quản lý có tâm lý quá lạc quan, trong khi đó, tài trợ nội bộ không nhạy cảm với lệch lạc của nhà quản lý. Do đó, các chi tiêu vốn trước hết sẽ được ưu tiên tài trợ bằng lợi nhuận giữ lại, tiếp đến là nợ phi rủi ro, sau đó mới đến tài trợ nợ rủi ro, còn vốn cổ phần mới là lựa chọn cuối cùng. Nghĩa là, hành vi tài trợ của doanh nghiệp phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Một nhà quản lý lạc quan luôn tìm cách giảm sự phụ thuộc vào nguồn tài trợ bên ngoài, bởi theo nhận thức của họ thì chi phí tài trợ bên ngoài khá cao. Như vậy, mô hình lý thuyết của Heaton (2002) đưa ra dự đoán về hành vi tài trợ của doanh nghiệp tương đồng với lý thuyết trật tự phân hạng truyền thống. Sự khác biệt duy nhất nằm ở nguyên nhân dẫn đến hành vi lựa chọn nguồn tài trợ theo trật tự phân hạng. Cụ thể, trật tự phân hạng trong mô hình truyền thống xuất phát từ vấn đề thông tin bất cân xứng, các nhà quản lý không bị lệch lạc, mà là do thông tin bất cân xứng làm cho thị trường định giá thấp chứng khoán của doanh nghiệp. Trong khi đó, trong mô hình hành vi, sự nhận thức lệch lạc của nhà quản lý về việc thị trường đang định giá thấp chứng khoán của doanh nghiệp là nguyên nhân đưa đến hành vi tài trợ theo trật tự phân hạng.

Trong thị trường vốn hoàn hảo, nhà quản lý không cần phải suy nghĩ đến việc tài trợ bằng nợ hay vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, trong điều kiện có tồn tại chi phí phá sản và thuế, quyết định tài trợ thật sự có tầm quan trọng. Lúc này, tài trợ bằng nợ tạo ra tầm chắn thuế nhưng việc tài trợ nợ quá mức cũng sẽ làm phát sinh chi phí kiệt quệ tài chính. Vì vậy, một nhà quản lý lý trí sẽ lựa chọn cấu trúc vốn thâm dụng nợ hay vốn cổ phần phụ thuộc vào sự đánh đổi giữa lợi ích tạo ra từ tầm chắn thuế và chi phí kiệt quệ. Tuy nhiên, khi xem xét cả lệch lạc hành vi vào trong mô hình đánh đổi này, nhà quản lý lạc quan có thiên hướng tài trợ một tỷ lệ nợ cao hơn. Malmendier và cộng sự (2007) đã đưa nhân tố lệch lạc vào trong mô hình đánh đổi. Bởi các nhà quản lý lạc quan nhận thức (có thể sai) rằng thị trường định giá thấp chứng khoán của doanh nghiệp họ, nên đối với họ việc tài trợ từ bên ngoài là khá đắt đỏ. Do đó, họ sẽ ưu tiên tài trợ nội bộ trước. Nếu tài trợ nội bộ không thể đáp ứng đầy đủ, các nhà quản lý lạc quan sẽ thích tài trợ nợ hơn bởi họ có xu hướng đánh giá cao tầm chắn thuế tiềm năng. Vì thế, với một nhà quản lý lạc quan, nếu họ cần tiếp cận nguồn tài trợ bên ngoài thì họ sẽ sử dụng nợ nhiều hơn so với dự báo của mô hình đánh đổi truyền thống. Hackbarth (2008) phân biệt sự lạc quan so với quá tự tin của nhà quản lý và đưa chúng vào trong mô hình lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn. Hackbarth (2008) dự đoán rằng một nhà quản lý lạc quan có thiên hướng nghĩ rằng lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp cao hơn thực tế, nên trong nhận thức của họ, doanh nghiệp ít xảy ra khả năng kiệt quệ. Vì thế, nhà quản lý lạc quan sẽ tài trợ một tỷ lệ nợ cao hơn. Trong khi đó, nhà quản lý quá tự tin thường có xu hướng đánh giá thấp rủi ro của doanh nghiệp và xác suất phá sản, nên họ cũng có xu hướng tài trợ mức nợ cao hơn. Như vậy, cho dù là nhà quản lý quá lạc quan hay quá tự tin, cả hai lệch lạc này đều dẫn đến việc doanh nghiệp sẽ tài trợ một mức nợ cao hơn so với doanh nghiệp được điều hành bởi một nhà quản lý lý trí.

2.3. *Bảng chứng thực nghiệm*

Liệu dự báo từ các mô hình lý thuyết ở trên có phù hợp với dữ liệu thực nghiệm hay không là một câu hỏi dành được sự quan tâm của các nhà nghiên cứu trong những năm gần đây. Kết quả nghiên cứu của Malmendier và Tate (2005) cùng Malmendier và cộng sự (2007) cho thấy các nhà quản lý lạc quan ưu tiên tài trợ nợ hơn so với vốn cổ phần khi họ phải tìm nguồn tài trợ bên ngoài. Các nghiên cứu này cũng tìm thấy các nhà quản lý lạc quan thực hiện nhiều thương vụ đầu tư hơn, và những doanh nghiệp có nhà quản lý lạc quan có đầu tư nhạy cảm hơn với dòng tiền. Ben-David và cộng sự (2013) cung cấp thêm các bằng chứng cho thấy sự lạc quan của nhà quản lý ảnh hưởng mạnh mẽ lên quyết định tài trợ và quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Ben-David và cộng sự (2013) còn tìm thấy nhà quản lý lạc quan sử dụng nhiều nợ hơn các nhà quản lý kém lạc quan, và nhà quản lý nam, thường được xem là quá tự tin hơn so với nhà quản lý nữ, cũng có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn. Glaser và cộng sự (2007) tìm thấy các nhà quản lý nhìn chung đều quá lạc quan, và doanh nghiệp do họ quản lý có xu hướng đầu tư nhiều hơn và có độ nhạy cảm đối với dòng tiền lớn hơn. Graham và cộng sự (2013) xem xét các hoạt động tài chính của doanh nghiệp bị ảnh hưởng như thế nào bởi nhân tố tâm lý của CEO. Các tác giả tìm thấy kinh nghiệm làm việc trước đó trong lĩnh vực tài chính - kế toán (là một nhân tố giải thích cho tâm lý quá tự tin) dẫn đến việc doanh nghiệp sử dụng nợ nhiều hơn mức nợ trung bình của các doanh nghiệp trong mẫu. Các tác giả này cũng tìm thấy những doanh nghiệp có nhà quản lý lạc quan có một tỷ số nợ cao hơn.

2.4. *Giả thuyết nghiên cứu*

Với những dự đoán lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm vừa trình bày trên đây, nhóm tác giả đặt ra hai giả thuyết sau:

Giả thuyết H₁: Một doanh nghiệp được quản lý bởi nhà quản lý lạc quan có một tỷ lệ nợ cao hơn so với doanh nghiệp được quản lý bởi nhà quản lý hợp lý.

Giả thuyết H₂: Khi cần huy động nguồn vốn bên ngoài, một doanh nghiệp được điều hành bởi nhà quản lý lạc quan sẽ ưu tiên tài trợ nợ hơn so với vốn cổ phần, nghĩa là tài trợ nợ của doanh nghiệp gia tăng cùng với tâm lý lạc quan.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. *Đo lường sự lạc quan của nhà quản lý*

Cho đến nay, các học giả đã sử dụng một số cách đo lường khác nhau cho tâm lý của nhà quản lý:

Cách tiếp cận thứ nhất, một số tác giả sử dụng các câu hỏi được xây dựng dựa trên nền tảng của lý thuyết tâm lý học. Điển hình như Graham và cộng sự (2013) đã sử dụng cách tiếp cận này, trong đó, các nhà quản lý được yêu cầu đưa ra ý kiến của họ về mức độ đồng ý đối với các nhận định như "Trong những thời kỳ bất ổn, tôi thường kỳ vọng điều tốt nhất" hay "Tôi luôn lạc quan về tương lai của tôi", hay "Nói chung, tôi kỳ vọng những điều tốt sẽ xảy ra với tôi hơn là những điều xấu". Trong khi đó, Ben-David và cộng sự (2007) tiến hành qua 25 cuộc khảo sát hàng quý đối với các nhà quản lý, bằng cách yêu cầu họ cung cấp các dự đoán về triển vọng của thị trường chứng khoán trong một hoặc một vài năm tới. Khảo sát nhà quản lý là một phương pháp trực tiếp và dễ hiểu, tuy vậy, cách tiếp cận này gặp một thách thức đó là dễ kết nối đặc điểm tâm lý với quyết định tài chính của doanh

nghiệp thì đòi hỏi nhà nghiên cứu phải đồng thời thu thập được dữ liệu tài chính của chính những doanh nghiệp mà nhà quản lý được khảo sát đang điều hành. Hơn nữa, cách tiếp cận này cũng gặp khó khăn khi đòi hỏi các câu hỏi phải được thiết kế thật cẩn thận, khéo léo và phải thực hiện một chuỗi nhiều cuộc khảo sát trong thời gian dài trên cùng đối tượng.

Cách tiếp cận thứ hai đó là đo lường tâm lý lạc quan và tự tin của nhà quản lý thông qua hành vi tài chính cá nhân của họ. Trong đó, cách đo lường phổ biến nhất là dựa vào quyết định nắm giữ và thực hiện quyền chọn của họ như nghiên cứu của Campbell và cộng sự (2011) hay Malmendier và Tate (2005) và Malmendier và Tate (2008). Một nhà quản lý như CEO được định nghĩa là quá lạc quan nếu họ nắm giữ các quyền chọn cổ phiếu mà đang ở trạng thái cao giá (In-the-Money) vượt một ngưỡng nào đó (chẳng hạn ngưỡng 67%) hoặc họ nắm giữ quyền chọn quá lâu (Campbell & cộng sự, 2011; Malmendier & Tate, 2005). Mặc dù đây là cách đo lường được chấp nhận rộng rãi nhất trong các nghiên cứu thực nghiệm nhưng lại không thể áp dụng ở các thị trường đang non trẻ – nơi mà thị trường quyền chọn chưa hiện hữu hoặc còn sơ khai. Một phương pháp đo lường khác thuộc nhóm này là dựa vào dữ liệu mua và bán cổ phiếu của nhà quản lý, được đề xuất bởi Malmendier và Tate (2005). Một nhà quản lý được xem là tự tin hay lạc quan nếu họ liên tục ở vị thế mua ròng cổ phiếu của doanh nghiệp trong 5 năm đầu trong mẫu. Vì thế, các ước lượng phải loại bỏ năm quan sát đầu tiên trong nhiệm kỳ của CEO vì chúng đã được dùng để xác định CEO đó có quá tự tin hay lạc quan hay không. Điều này làm cho quy mô mẫu giảm đi đáng kể. Nếu lờ đi tính liên tục của việc mua ròng và chỉ xét mua ròng cho từng năm có thể giúp duy trì được quy mô mẫu, nhưng lúc này, thước đo được rút ra không còn đúng theo tinh thần của Malmendier và Tate (2005) và khó có thể đại diện được cho sự lạc quan hay tự tin của nhà quản lý.

Các nghiên cứu gần đây tìm thấy ngôn ngữ trong các báo cáo thường niên hoặc thông báo thu nhập, hoặc thư của CEO gửi tới các cổ đông có liên quan mật thiết với các đặc điểm cấu thành nên sự quá lạc quan và quá tự tin của nhà quản lý. Chẳng hạn như nghiên cứu của Davis và cộng sự (2015) liên kết các đặc điểm thường đi kèm với tâm lý lạc quan của nhà quản lý được tìm thấy từ các nghiên cứu tâm lý, chẳng hạn như kinh nghiệm nghề nghiệp trước đây (Bamber và cộng sự, 2010), với sắc thái ngôn ngữ mà nhà quản lý sử dụng trong các công bố thu nhập. Davis và cộng sự (2015) cho thấy ngoài việc phản ánh thu nhập hiện tại và tương lai, việc sử dụng ngôn ngữ lạc quan hay bi quan của nhà quản lý có quan hệ mật thiết với tâm lý lạc quan hay bi quan của họ. Brenna và Conroy (2013) tìm thấy sự tự tin quá mức của CEO thông qua việc phân tích các câu văn trong thư của họ gửi tới các cổ đông, và phần lớn các tin tốt được quy kết cho sự đóng góp của CEO, trong khi đó, tất cả tin xấu thì lại được đổ cho ngoại cảnh. Buchholz và cộng sự (2018) cũng cho thấy tính cách đề cao bản thân (Narcissistic Personality) của CEO có tương quan dương với ngôn ngữ lạc quan trên báo cáo thường niên. Li (2010a) phân tích sắc thái ngôn ngữ của từng câu văn bản trong phần phân tích và thảo luận của ban quản lý trong báo cáo thường niên. Li (2010b) sử dụng tỷ lệ giữa các đại từ nhân xưng ngôi thứ nhất so với ngôi thứ hai và ngôi thứ ba trong phần phân tích và thảo luận của ban quản lý trong báo cáo thường niên như là một thước đo của lệch lạc tự quy kết (Self-Serving Attribution Bias) – một biểu hiện của việc quá tự tin. Những kết quả này gợi ý một cách tiếp cận để đo lường tâm lý quá lạc quan của nhà quản lý là thông qua sắc thái ngôn ngữ trong các báo cáo mà ban quản lý của doanh nghiệp cung cấp cho thị trường. Đây là một cách tiếp cận khả thi và đầy hứa hẹn, ít nhất là cho các nghiên cứu được thực hiện ở các thị trường đang phát triển, bởi các công bố thông tin (chẳng hạn như báo cáo thường niên) gần như là tài liệu sẵn có ở các thị trường này.

Nhóm tác giả đo lường sự lạc quan của nhà quản lý thông qua việc phân loại từng câu trong báo cáo thường niên vào một trong ba nhóm sắc thái: (1) Sắc thái lạc quan, (2) sắc thái trung tính, và (3) sắc thái bi quan, được mã hóa tương ứng thành các giá trị bằng số 1, 0, (−1). Sau đó, sắc thái ngôn ngữ chung của một báo cáo là trung bình cộng của sắc thái tất cả các câu trong báo cáo đó (gọi là biến TONE). Bởi vì các câu trung tính nhận giá trị 0, nên nếu TONE của báo cáo là dương, sắc thái ngôn ngữ chung của báo cáo là lạc quan; ngược lại, nếu TONE của báo cáo là âm, thì sắc thái ngôn ngữ chung của báo cáo là bi quan.

Việc mã hóa từng câu trong báo cáo được thực hiện thủ công. Một số tác giả trước đó sử dụng phương pháp này cho việc phân tích văn bản báo cáo thường niên như Hackston và Milne (1996), Bryan (1997) cùng Callahan và Smith (2004) hay phân tích thư của CEO gửi cổ đông như nghiên cứu của Brenna và Conroy (2013). Weber (1990) cho rằng sử dụng đơn vị phân tích văn bản là câu thì có độ tin cậy cao hơn nhiều so với các đơn vị phân tích khác và giảm được sự chủ quan của người mã hóa câu. Nhằm hạn chế tính chủ quan của người mã hóa, quy trình mã hóa đã được tiến hành theo tuần tự các bước sau:

Bước 1: Xử lý dữ liệu văn bản

Đầu tiên, 4.493 báo cáo thường niên của 652 doanh nghiệp niêm yết được thu thập từ website của các doanh nghiệp niêm yết. Báo cáo thường niên của các doanh nghiệp sau đó được chuyển đổi sang văn bản Word. Việc chuyển đổi này phát sinh lỗi font chữ ở một lượng lớn các báo cáo, chủ yếu có dạng gốc là file scan. Các báo cáo chuyển đổi bị lỗi font không thể đọc được nên buộc phải được loại ra (1.974 báo cáo của 277 doanh nghiệp). Số lượng văn bản báo cáo sau khi loại bỏ các báo cáo lỗi font chữ là 2.479 báo cáo thường niên (của 375 doanh nghiệp niêm yết). Tỷ lệ mẫu còn lại chiếm 55,7%, tương đối đại diện được cho các doanh nghiệp niêm yết.

Phần dữ liệu văn bản của mỗi báo cáo lại được đưa vào một bảng excel và được ngắt dòng theo dấu chấm câu dựa trên công cụ cắt câu thích hợp. Đến đây, các câu trong văn bản đã có thể sẵn sàng được đưa vào đọc và phân loại.

Bước 2: Phân loại sắc thái ngôn ngữ

Mỗi câu trong từng báo cáo sẽ được mã hóa để nhận một trong các giá trị: 1, 0, hoặc (−1) tùy theo chúng mang sắc thái lạc quan, hay trung tính, hay bi quan. Trong trường hợp một câu có nhiều ý nhỏ và các ý mang sắc thái khác nhau thì việc mã hóa sắc thái cho cả câu tùy thuộc vào số ý mang thông điệp nào chi phối.

Nhằm đạt được sự thống nhất trong quá trình phân loại câu, nhóm tác giả tổ chức hai buổi huấn luyện, và sử dụng một vài báo cáo thường niên cụ thể để minh họa. Những người có nhiệm vụ phân loại sau đó được chỉ định phân loại cho một báo cáo. Nhóm nghiên cứu thực hiện việc đánh giá kết quả phân loại của báo cáo đầu tiên này và có những yêu cầu điều chỉnh nếu có các câu chưa được phân loại chính xác.

Bước 3: Tính toán biến số sắc thái báo cáo thường niên

Để tính được biến đại diện cho sự lạc quan của nhà quản lý, đầu tiên nhóm tác giả tính toán sắc thái ngôn ngữ chung của báo cáo thường niên (TONE) sẽ được tính như sau:

$$TONE = \frac{s_o \times 1 + s_p \times (-1)}{TS}$$

Trong đó,

s_0 : Số câu mang sắc thái lạc quan;

s_p : Số câu mang sắc thái bị quan trọng báo cáo;

TS: Tổng số câu trong báo cáo.

Bước 4: Đo lường sự lạc quan của nhà quản lý

Một doanh nghiệp có sắc thái chung của báo cáo thường niên lạc quan chưa hẳn là do sự lạc quan của nhà quản lý. Như tác giả đã đề cập trước đó, sắc thái ngôn ngữ lạc quan có thể do doanh nghiệp có các nhân tố nội tại tốt, và nhà quản lý sử dụng ngôn ngữ lạc quan phản ánh điều đó, mà không hẳn là do lệch lạc của họ. Vì thế để đạt được một thước đo cho sự quá lạc quan, phần sắc thái ngôn ngữ đi kèm với các nhân tố cơ bản (gọi là Tone kỳ vọng $E(TONE)$) phải được tách ra. Để làm điều đó, tác giả kế thừa cách tiếp cận của Li (2010a), Huang và cộng sự (2014), Buchholz và cộng sự (2018), và ước lượng mô hình hồi quy $TONE^1$ để rút ra phần dư, tức là phần sắc thái ngôn ngữ không được giải thích bởi nhân tố cơ bản, đây chính là thước đo đại diện cho sự lạc quan của nhà quản lý. Cụ thể:

$$OPT1 = TONE - E(TONE) \quad (1)$$

Bên cạnh đó, bài viết cũng sử dụng cách đo lường thay thế cho sự lạc quan của nhà quản lý bằng một biến nhị phân, nhận giá trị bằng 1 nếu phần dư của mô hình $TONE$ là dương và nhận giá trị 0 cho các trường hợp còn lại.

$$OPT2 = \begin{cases} 1, & \text{nếu } TONE - E(TONE) > 0 \\ 0, & \text{các trường hợp còn lại} \end{cases}$$

3.2. Mô hình nghiên cứu và phương pháp ước lượng

3.2.1. Quá lạc quan, các nhân tố truyền thống và đòn bẩy của doanh nghiệp

Một cách tiếp cận để đánh giá xem liệu lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi có được hỗ trợ về mặt thực nghiệm hay không đó là xem xét một loạt các nhân tố cơ bản rút ra từ dự đoán của các lý thuyết kể trên. Tuy vậy, các nghiên cứu thực nghiệm đưa ra kết quả rất kém nhất quán, vì thế, Frank và Goyal (2009) đã cố gắng lọc ra một danh sách các nhân tố từ các nghiên cứu trước đó, sau đó xem xét vai trò của các nhân tố này trên nhiều giai đoạn và sử dụng các tiêu chuẩn lựa chọn mô hình để quyết định nhân tố nào là quan trọng cần giữ lại. Nhân tố được xem là quan trọng đối với cấu trúc vốn nếu nó vẫn được giữ lại trong ít nhất 50% các hồi quy trên mẫu khác nhau nhưng có tiêu chuẩn lựa chọn mô hình thỏa mãn điều kiện. Frank và Goyal (2009) đã tìm ra năm nhân tố cơ bản

¹ $TONE_{it} = \alpha_i + \beta_1 PROFIT_{it} + \beta_2 ACC_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 RETURN_{it} + \beta_6 RETVOL_{it} + \beta_7 \ln AGE_{it} + \beta_8 SI_{it} + \beta_9 M\&A_{it} + \beta_{10} SEO_{it} + \beta_{11} BUYBACK_{it} + \beta_{12} EARNRVOL_{it} + \beta_{13} LOSS_{it} + \beta_{14} RED_{it} + \beta_{15} REGU_{it} + \varepsilon_{it}$
 Trong đó: $PROFIT$ là lợi nhuận hoạt động chia tổng tài sản. ACC là đòn tích kế toán. $SIZE$ là logarit tự nhiên của tổng tài sản. MTB là tỷ số giá trị thị trường/giá trị sổ sách của tài sản. $RETURN$ là tỷ suất sinh lợi theo năm của cổ phiếu. $RETVOL$ là độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lợi các ngày trong năm. $\ln AGE$ là logarit tự nhiên của số năm từ khi doanh nghiệp thành lập. SI là khoản mục bất thường của dòng tiền trên tổng tài sản. $M\&A$, SEO và $BUYBACK$ lần lượt là các biến giả về mua lại và sáp nhập, phát hành thêm cổ phần, mua lại cổ phần quỹ, các biến này nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp có tiến hành hoạt động đó trong năm. $EARNRVOL$ là độ biến động của thu nhập hoạt động trên tổng tài sản. $LOSS$ là biến nhị phân, có giá trị 1 nếu thu nhập hoạt động năm đó âm. RED là tổng số từ trong văn bản báo cáo thường niên của năm đó. $REGU$ là biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu tại năm có có sự thay đổi trong quy định về công bố thông tin báo cáo thường niên (đối với Việt Nam là năm 2012). α_i là hệ số chặn, β_1 đến β_{15} là các hệ số hồi quy, ε_{it} là phần dư của mô hình, là thước đo thứ nhất đại diện cho sự lạc quan của nhà quản lý. Tất cả các dữ liệu tài chính có nguồn từ Thomson Reuters Datastream.

(bao gồm: Khả năng sinh lợi, quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ tài sản hữu hình, tỷ số giá trị thị trường/giá trị sổ sách và đòn bẩy trung vị của ngành) cùng với một nhân tố vĩ mô (lạm phát kỳ vọng) có tầm quan trọng và nhất quán trong việc giải thích cho tỷ lệ nợ của doanh nghiệp. Đây cũng là cơ sở để nhóm tác giả kiểm soát năm nhân tố cơ bản này của doanh nghiệp trong khi điều kiện kinh tế vĩ mô được kiểm soát trong hiệu ứng thời gian. Cơ sở lập luận cho việc kiểm soát năm nhân tố này như sau:

- *Khả năng sinh lợi (PROFIT)*: Kiệt quệ tài chính thường được cho là ít có nguy cơ xảy ra đối với những doanh nghiệp có tiềm năng sinh lợi cao. Thêm vào đó, các doanh nghiệp này lại có giá trị của tầm chắn thuế lớn. Vì thế, lý thuyết đánh đổi dự đoán rằng, những doanh nghiệp có mức sinh lợi càng cao thì càng có tỷ lệ đòn bẩy cao để tận dụng lợi thế từ nợ mà không phải gánh chịu quá nhiều bất lợi của nó. Tuy nhiên, lý thuyết trật tự phân hạng lại có dự đoán ngược lại. Những doanh nghiệp có tỉ suất sinh lợi cao, có thể sử dụng chủ yếu các nguồn tài trợ từ nội bộ mà không cần phải huy động vốn bên ngoài. Điều đó có nghĩa là tỷ lệ nợ có quan hệ ngược chiều với khả năng sinh lợi.

- *Quy mô doanh nghiệp (SIZE)*: Những doanh nghiệp lớn là những doanh nghiệp có thời gian tồn tại lâu, đã có uy tín đối với thị trường thường được cho là khả năng kiệt quệ thấp hơn. Vì thế, lý thuyết đánh đổi dự đoán những doanh nghiệp lớn có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao. Trong khi đó, theo lý thuyết trật tự phân hạng, các doanh nghiệp có quy mô lớn thường là đã tồn tại một thời gian dài nên có thể có lợi nhuận tích lũy đáng kể, do đó, doanh nghiệp không phải vay nợ nhiều.

- *Đòn bẩy trung vị của ngành (LEVME)*: Ảnh hưởng của đòn bẩy trung vị của ngành lên đòn bẩy của một doanh nghiệp có thể xuất phát từ một vài nguyên do: Thứ nhất, đòn bẩy trung vị của ngành có thể là một giá trị tham chiếu cho đòn bẩy của doanh nghiệp, nó có thể đóng vai trò là đòn bẩy mục tiêu mà một doanh nghiệp trong ngành muốn hướng tới. Thứ hai, các doanh nghiệp trong ngành có các nhân tố cơ bản tương quan nhau, phản ánh đặc trưng về rủi ro kinh doanh, đặc thù tài sản và bản chất cạnh tranh của ngành, có ảnh hưởng tới đòn bẩy. Vì những lý do này, đòn bẩy của doanh nghiệp có xu hướng có quan hệ cùng chiều với đòn bẩy trung vị của ngành.

- *Tỷ lệ tài sản hữu hình (TANGI)*: Tài sản hữu hình dễ dàng định giá và giá trị này cũng ít bị suy giảm hơn so với tài sản vô hình trong trường hợp doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ. Do vậy, chi phí kiệt quệ kỳ vọng sẽ thấp hơn cho những doanh nghiệp thâm dụng tài sản hữu hình. Những tài sản này còn là vật thế chấp để vay nợ trong khi tài sản vô hình thường không có giá trị thế chấp. Vì thế, theo dự đoán của lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, những doanh nghiệp có tỷ lệ tài sản hữu hình càng cao thì đòn bẩy tài chính càng lớn. Trong khi đó, lý thuyết trật tự phân hạng dự đoán ngược lại về mối quan hệ giữa đòn bẩy và tài sản hữu hình, bởi ít có sự bất cân xứng thông tin trong quá trình định giá tài sản hữu hình nên phát hành cổ phần vì thế cũng ít tốn kém hơn. Do vậy, đòn bẩy sẽ thấp hơn đối với những doanh nghiệp có tỷ lệ tài sản hữu hình cao.

- *Tỷ số giá trị thị trường/giá trị sổ sách (MTB)*: Tỷ số này đại diện cho tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Tiềm năng tăng trưởng là các tài sản có giá trị nhưng lại là các tài sản vô hình, nghĩa là chúng sẽ dễ dàng mất đi giá trị nếu xảy ra tình trạng kiệt quệ tài chính. Do vậy, lý thuyết đánh đổi dự đoán rằng những doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng càng cao thì càng có xu hướng hạn chế sử dụng đòn bẩy. Tuy nhiên, từ góc nhìn của lý thuyết trật tự phân hạng, các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao, lợi nhuận tạo ra không đáp ứng đủ cho nhu cầu vốn đầu tư của doanh nghiệp. Do đó, doanh nghiệp sẽ tích lũy nhiều nợ hơn theo thời gian. Nghĩa là đòn bẩy tài chính sẽ tăng cùng MTB.

Kết hợp nhân tố lạc quan của nhà quản lý vào mô hình cùng với các nhân tố có vai trò quan trọng trong việc quyết định đòn bẩy tài chính vừa trình bày, nhóm tác giả xây dựng mô hình thực nghiệm sau:

$$LEV_{it} = \alpha + \varphi OPT_{it-1} + \sum \beta_k X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó,

LEV_{it} : Đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp i cuối năm t ;

OPT_{it-1} : Thước đo quá lạc quan của nhà quản lý, được đo lường bằng sắc thái ngôn ngữ ngoài kỳ vọng của văn bản báo cáo thường niên của năm $t-1$. Theo dự đoán từ các mô hình lý thuyết về hành vi của nhà quản lý, thì hệ số hồi quy φ được kỳ vọng mang dấu dương, nghĩa là nhà quản lý càng lạc quan (OPT càng cao) thì càng có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn;

X_{it-1} : Vectơ các biến thể hiện đặc điểm cơ bản của doanh nghiệp có ảnh hưởng đến đòn bẩy được trình bày ở trên, bao gồm: PROFIT, SIZE, LEVME, TANGI, MTB.

α là hệ số chặn, φ và các β_k là các hệ số hồi quy, ε_{it} là thành phần sai số.

3.2.2. Quá lạc quan và tài trợ thâm hụt

Theo lý thuyết trật tự phân hạng, khi nguồn tài trợ bên trong không đủ để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động đầu tư (và một phần để chi trả cổ tức), doanh nghiệp sẽ ưu tiên tài trợ nợ. Doanh nghiệp sẽ không tài trợ vốn cổ phần cho đến khi mà năng lực vay nợ của doanh nghiệp trở nên cạn kiệt và việc vay nợ lúc đó khiến cho chi phí kiệt quệ quá cao. Thêm vào đó, các nghiên cứu về sự lạc quan và tự tin của nhà quản lý như nghiên cứu của Heaton (2002), Malmendier và cộng sự (2007) cho thấy nhà quản lý có những đặc điểm tâm lý này thường lựa chọn các nguồn tài trợ theo tiên đoán của lý thuyết trật tự phân hạng, nghĩa là họ ưu tiên nợ hơn vốn cổ phần khi cần phải tìm đến thị trường vốn bên ngoài. Do vậy, nhóm tác giả sẽ phát triển từ mô hình cơ bản của Shyam-Sunder và Myers (1999) cùng Frank và Goyal (2003) để xem xét hành vi tài trợ của doanh nghiệp, bằng cách bổ sung vào biến lạc quan của nhà quản lý, cụ thể như sau:

$$\Delta D_{it} = \alpha + \gamma_1 DEF_{it} + \gamma_2 DEF_{it} \times OPT_{it} + \sum \beta_k X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó,

ΔD_{it} : Thay đổi của nợ dài hạn trên tổng tài sản của doanh nghiệp ở năm t ($\Delta D_{it} > 0$ cho thấy doanh nghiệp huy động nợ mới nhiều hơn là trả bớt nợ cũ và ngược lại);

DEF_{it} : Thâm hụt tài chính trên tổng tài sản doanh nghiệp i trong năm t ;

Biến tương tác $DEF \times OPT$ cho thấy tác động của sự lạc quan của nhà quản lý lên tỷ lệ tài trợ thêm nợ khi xét đến thâm hụt tài chính. γ_2 được kỳ vọng mang dấu dương, nghĩa là nhà quản lý càng lạc quan thì càng có xu hướng tài trợ thêm nợ khi doanh nghiệp cần tài trợ từ thị trường vốn bên ngoài.

α là hệ số chặn, γ_1, γ_2 và các β_k là các hệ số hồi quy, ε_{it} là thành phần sai số.

DEF_{it} được tính theo phương pháp sau:

$$DEF_{it} = CAPEX_{it} + \Delta NWC_{it} + DIV_{it} - CF_{it} \quad (3)$$

Trong phương trình (3):

$CAPEX_{it}$: Chi tiêu vốn;

ΔNWC_{it} : Phần tăng thêm trong vốn luân chuyển;

ΔDIV_{it} : Cổ tức tiền mặt;

ΔCF_{it} : Dòng tiền hoạt động sau lãi vay và thuế.

3.3. Định nghĩa đòn bẩy và các biến kiểm soát

Cách xác định đòn bẩy và các biến khác được thể hiện trong Bảng 1. Các dữ liệu dùng để tính toán các biến số này được tính từ cơ sở dữ liệu Datastream của Thomson Reuters.

Bảng 1.

Định nghĩa biến

Ký hiệu biến	Tên biến	Đơn vị tính	Định nghĩa biến
TONE	Sắc thái ngôn ngữ chung của báo cáo thường niên		$TONE = \frac{s_o \times 1 + s_p \times (-1)}{TS}$ Trong đó: s_o là số câu mang sắc thái lạc quan; s_p là số câu mang sắc thái bi quan trong báo cáo; TS: Tổng số câu trong báo cáo thường niên.
OPT1	Sự lạc quan		$OPT1 = TONE - E(TONE)$ Trong đó: $E(TONE)$ là TONE kỳ vọng, được ước lượng từ mô hình hồi quy của TONE (xem mô hình TONE ở footnote 1)
OPT2	Sự lạc quan		$OPT2 = \begin{cases} 1, & \text{nếu } TONE - E(TONE) > 0 \\ 0, & \text{các trường hợp còn lại} \end{cases}$
LEV	Đòn bẩy	%	Tổng nợ/tổng tài sản
LAG	Đòn bẩy năm trước	%	Biến trễ của LEV
D.LEV	Thay đổi của đòn bẩy	%	Đòn bẩy kỳ t – Đòn bẩy kỳ $(t-1)$
ΔD	Nợ vay dài hạn ròng trong kỳ	%	Nợ dài hạn vay thêm trong kỳ – nợ dài hạn đã trả trong kỳ, chia cho tổng tài sản
CAPEX	Chi tiêu vốn	Đồng	Chi tiêu đầu tư tài sản dài hạn
ΔNWC	Thay đổi trong vốn luân chuyển	Đồng	Vốn luân chuyển năm t – Vốn luân chuyển năm $(t-1)$
DIV	Tổng cổ tức	Đồng	Tổng cổ tức tiền mặt doanh nghiệp trả cho cổ đông
CF	Dòng tiền	Đồng	Thu nhập hoạt động sau thuế + Khấu hao
DEF	Thâm hụt tài chính	%	$DEF_{it} = X_{it} + \Delta NWC_{it} + DIV_{it} - CF_{it}$ DEF được điều chỉnh cho tổng tài sản
PROFIT	Khả năng sinh lợi	%	Thu nhập hoạt động/tổng tài sản.

Ký hiệu biến	Tên biến	Đơn vị tính	Định nghĩa biến
SIZE	Quy mô doanh nghiệp		$\ln(\text{Tổng tài sản})$
TANGI	Tỷ lệ tài sản hữu hình	%	Giá trị tài sản cố định ròng/tổng tài sản
MTB	Tỷ số giá thị trường/giá trị sổ sách		$[\text{Giá trị trường của vốn chủ sở hữu} + (\text{Tổng tài sản} - \text{Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu})]/\text{Tổng tài sản}$
LEVME	Đòn bẩy ngành	%	Đòn bẩy trung vị của ngành Được xác định bằng cách lấy trung vị của đòn bẩy trong năm đó của các doanh nghiệp trong cùng ngành (theo phân ngành của Thomson Reuters Business Classifications trong dữ liệu Datastreams).

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả cho các biến trong bài viết. Tính trung bình, tỷ số nợ của các doanh nghiệp vào khoảng 31,97%. Tỷ lệ tài trợ nợ tăng thêm trung bình là 0,16%. Tỷ lệ thâm hụt 4,00% trên tổng tài sản, tuy nhiên, độ biến thiên của tỷ lệ thâm hụt là khá lớn. OPT1 có trung bình bằng 0 là điều được kỳ vọng, do đây là phần dư của mô hình TONE. Có 55% giá trị của các phần dư từ mô hình TONE là dương (OPT2). Tỷ số giá trị thị trường/giá trị sổ sách trung bình là 1,03 cho thấy thị trường đánh giá một mức độ cơ hội tăng trưởng trung bình khiêm tốn của các doanh nghiệp trong mẫu. Tài sản cố định hữu hình chiếm 24% tổng tài sản của doanh nghiệp. Tỷ suất lợi nhuận hoạt động xấp xỉ 7% và đòn bẩy trung vị của ngành là 29,55%.

Bảng 2.

Thống kê mô tả biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung vị	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
LEV	2.387	31,97%	25,58%	29,76%	3,9%	83,22%
D.LEV	1.994	-0,09%	10,39%	0,00	-73,76%	74,93%
ΔD	2.011	0,16%	7,89%	0,00%	-32,27%	29,41%
DEF	1.878	4,00%	61,27%	0,36%	-28,67%	51,47%
OPT1	2.229	0,00	0,13	0,00	-0,33	0,32
OPT2	2.490	0,55	0,50	1,00	0,00	1,00
MTB	2.349	1,03	0,41	0,94	0,42	3,07

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung vị	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
SIZE	2.387	13,51	1,59	13,43	9,00	18,89
TANGI	2.385	24%	21%	18%	0,15%	87,31%
PROFIT	2.340	6,94%	8,86%	5,14%	-15,29%	43,33%
LEVME	2.479	29,55%	9,91%	32,14%	0,00%	55,35%

Bảng 3 cho thấy tương quan cặp giữa các biến giải thích. Đầu tiên, hai đại diện cho sự lạc quan của nhà quản lý (OPT1 và OPT2) có tương quan cao, đây là điều được kỳ vọng. Hai biến này sẽ được sử dụng thay thế cho nhau nên không cần phải quan ngại vấn đề đa cộng tuyến. Các hệ số tương quan cặp khác là khá thấp.

Bảng 3.

Hệ số tương quan

Biến	OPT1	OPT2	DEF	MTB	SIZE	TANGI	PROFIT
OPT2	0,767 0,000	1					
DEF	0,008 0,729	-0,004 0,873	1				
MTB	0,005 0,833	-0,020 0,337	0,058 0,012	1			
SIZE	0,000 0,999	0,024 0,240	-0,034 0,146	0,090 0,000	1		
TANGI	-0,004 0,851	0,002 0,918	-0,027 0,247	0,010 0,610	-0,030 0,142	1	
PROFIT	0,007 0,740	-0,008 0,698	0,018 0,434	0,580 0,000	-0,057 0,006	-0,008 0,711	1
LEVME	-0,015 0,472	-0,056 0,005	-0,042 0,072	-0,060 0,000	-0,214 0,000	0,196 0,000	-0,021 0,316

4.1. Sự lạc quan của nhà quản lý và đòn bẩy tài chính

Mối quan hệ giữa sự lạc quan của nhà quản lý và tỷ lệ nợ của doanh nghiệp được thể hiện ở Bảng 4. Hai cột đầu tiên là kết quả hồi quy của tỷ lệ nợ và thay đổi của tỷ lệ nợ với thước đo thứ nhất cho sự lạc quan của nhà quản lý, trong khi đó, hai cột còn lại cho thấy kết quả hồi quy cũng của tỷ lệ nợ

và thay đổi của nó nhưng với thước đo đại diện thứ hai của sự lạc quan. Theo đó, sự lạc quan ở cả hai cách đo lường (OPT1 và OPT2) đều có tương quan cùng chiều với đòn bẩy và thay đổi trong đòn bẩy. Các hệ số hồi quy đều có ý nghĩa thống kê 5% hoặc 1%. Kết quả này là bằng chứng ủng hộ cho giả thuyết nghiên cứu thứ nhất rằng nhà quản lý càng lạc quan càng có xu hướng ưu tiên sử dụng nhiều nợ hơn, và doanh nghiệp mà họ quản lý có tỷ lệ đòn bẩy cao hơn.

Đối với các biến kiểm soát, tỷ lệ nợ của doanh nghiệp có quan hệ cùng chiều với tỷ số giá thị trường/giá trị sổ sách của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Doanh nghiệp tăng trưởng càng cao thì khả năng tài trợ nội bộ không thể đáp ứng, nên phải tìm đến nguồn tài trợ thứ hai trong mô hình trật tự phân hạng, với ưu tiên là tài trợ nợ hơn là vốn cổ phần mới. Doanh nghiệp có quy mô càng cao, có đòn bẩy càng lớn, phù hợp với lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn. Tương tự, tỷ lệ nợ có quan hệ cùng chiều với tỷ lệ tài sản hữu hình của doanh nghiệp, phù hợp với lý thuyết đánh đổi. Đặc điểm của ngành thường chi phối đòn bẩy của ngành, và doanh nghiệp trong ngành có khả năng xem đòn bẩy trung vị của ngành như là điểm tham chiếu để thiết lập chính sách tài trợ của doanh nghiệp. Điều này được khẳng định qua kết quả hồi quy, đòn bẩy doanh nghiệp có tương quan dương với đòn bẩy trung vị của ngành. Trong khi đó, khả năng sinh lợi có tác động ngược chiều lên tỷ lệ nợ, điều này phù hợp với dự đoán của lý thuyết trật tự phân hạng. Hệ số hồi quy của nhân tố khả năng sinh lợi mang dấu âm nhất quán và có ý nghĩa thống kê ở 1%.

Bảng 4.

Đòn bẩy tài chính với các nhân tố truyền thống và sự lạc quan của nhà quản lý

Biến độc lập	(1)	(2)	(3)	(4)
	LEV	D.LEV	LEV	D.LEV
OPT1	0,029** (2,365)	0,060*** (3,481)		
OPT2			0,010*** (2,960)	0,018*** (3,911)
MTB	0,033*** (4,917)	0,035*** (3,806)	0,033*** (5,186)	0,032*** (3,637)
SIZE	0,102*** (16,283)	0,077*** (8,481)	0,099*** (16,239)	0,078*** (8,757)
TANGI	0,056*** (2,760)	0,065** (2,170)	0,058*** (2,860)	0,057* (1,916)
PROFIT	-0,393*** (-13,648)	-0,344*** (-9,043)	-0,389*** (-13,916)	-0,336*** (-9,048)
LEVME	0,197*** (3,256)	0,209** (2,296)	0,208*** (3,604)	0,221** (2,571)
LAG	0,360*** (17,469)	-0,299*** (-11,796)	0,364*** (17,975)	-0,303*** (-12,017)
Hệ số chặn	-1,143*** (-13,014)	-1,168*** (-8,945)	-1,112*** (-13,039)	-1,182*** (-9,353)
Kiểm soát thời gian	có	có	có	có
Số quan sát	1.914	1.559	1.942	1.577

Biến độc lập	(1)	(2)	(3)	(4)
Kiểm định F	84,239	26,709	86,347	27,259
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000
Hệ số xác định	0,395	0,197	0,397	0,198
Kiểm định Hausman (Chi2)	1148,97	466,69	1155,26	454,74
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Giá trị trong dấu ngoặc đơn () là là thống kê t.

4.2. Sự lạc quan của nhà quản lý và tài trợ nợ khi đối mặt với tình trạng thâm hụt

Kết quả trong Bảng 5 cho thấy khi một doanh nghiệp bị thâm hụt tài chính thì sự ưu tiên tài trợ của họ sẽ như thế nào khi có xét đến sự lạc quan của nhà quản lý. Vì thế, mối quan tâm giờ đây là mối quan hệ của nợ dài hạn tăng thêm so với số hạng tương tác giữa thâm hụt tài chính và các đại diện của sự quá lạc quan.

Bảng 5.

Tài trợ thâm hụt và sự lạc quan của nhà quản lý

Biến độc lập	(1)	(2)	(3)	(4)
	ΔD	ΔD	ΔD	ΔD
DEF	0,009*** (2,672)	0,000 (0,089)	0,008** (2,504)	−0,000 (−0,103)
DEFxOPT1	0,547*** (4,777)		0,534*** (4,892)	
DEFxOPT2		0,034*** (3,474)		0,033*** (3,476)
MTB			0,011 (1,356)	0,012* (1,665)
SIZE			0,063*** (8,631)	0,063*** (8,616)
TANGI			0,132*** (5,558)	0,132*** (5,591)
PROFIT			−0,055 (−1,560)	−0,058* (−1,708)
LEVME			0,033 (0,473)	0,045 (0,686)
LAG			−0,229***	−0,230***

Biến độc lập	(1)	(2)	(3)	(4)
	ΔD	ΔD	ΔD	ΔD
			(-9,549)	(-9,618)
Hệ số chặn	0,010*	0,009*	-0,780***	-0,777***
	(1,940)	(1,899)	(-7,670)	(-7,745)
Kiểm soát thời gian	có	có	có	có
Số quan sát	1.848	1.878	1.848	1.868
Kiểm định F	4,480	2,978	15,767	14,975
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000
Hệ số xác định	0,021	0,014	0,121	0,115
Kiểm định Hausman (Chi2)	40,23	41,41	443,33	448,64
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Giá trị trong dấu ngoặc đơn () là là thống kê t.

Cột (1) và (2) của Bảng 5 thể hiện kết quả hồi quy khi chưa bao gồm các biến kiểm soát. Tỷ lệ tài trợ thêm nợ dài hạn có quan hệ cùng chiều với biến số tương tác ở cả hai thước đo đại diện cho sự lạc quan của nhà quản lý. Trong đó, tất cả các hệ số hồi quy của thành phần tương tác đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả ở hai cột (3) và (4) của Bảng 5 bao gồm thêm các biến kiểm soát vẫn cho thấy độ lớn, dấu và mức ý nghĩa của hai thành phần tương tác không có thay đổi nào đáng kể so với kết quả ở hai cột đầu. Do vậy, nhóm tác giả kết luận rằng, các nhà quản lý lạc quan sẽ lựa chọn tài trợ theo lý thuyết trật tự phân hạng, nghĩa là khi đối diện với tình trạng thâm hụt tài chính, nợ sẽ được ưu tiên lựa chọn để đáp ứng cho sự thâm hụt đó.

5. Kết luận

Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của sự lạc quan của nhà quản lý lên hành vi tài trợ của các doanh nghiệp Việt Nam. Điểm mới của nghiên cứu này so với các nghiên cứu trước đây đó là nghiên cứu này đo lường sự lạc quan của nhà quản lý thông qua sắc thái ngôn ngữ được sử dụng trong các báo cáo thường niên của doanh nghiệp. Đại diện cho sự lạc quan của nhà quản lý là sắc thái ngôn ngữ ngoài kỳ vọng được rút ra từ mô hình hồi quy giữa sắc thái ngôn ngữ và các nhân tố nội tại của doanh nghiệp. Ngoài ra, mỗi một biến thể của thước đo sự lạc quan của nhà quản lý cũng được sử dụng để tăng tính vững cho kết quả nghiên cứu.

Nghiên cứu này xem xét hành vi tài trợ của các doanh nghiệp dưới ảnh hưởng của sự lạc quan của nhà quản lý trên hai góc độ: Thứ nhất, nghiên cứu xem xét tỷ lệ nợ và thay đổi của tỷ lệ nợ; và thứ hai, xem xét tài trợ nợ dài hạn của doanh nghiệp khi doanh nghiệp đối diện với thâm hụt tài chính. Nghiên cứu đưa ra kết quả nhất quán ủng hộ cho các mô hình lý thuyết của Heaton (2002) và phù hợp với giả thuyết nghiên cứu đó là các doanh nghiệp được điều hành bởi các nhà quản lý lạc quan có tỷ lệ nợ cao hơn. Khi đối mặt với sự thiếu hụt nguồn tài trợ, các nhà quản lý này cũng có thiên hướng

gia tăng tài trợ nợ. Như vậy, tài trợ của doanh nghiệp trong trường hợp nhà quản lý lạc quan tuân theo lý thuyết trật tự phân hạng.

Kết quả của nghiên cứu này hàm ý rằng, việc xem xét quyết định tài trợ của doanh nghiệp không nên chỉ tập trung vào các nhân tố cơ bản truyền thống, mà cần phải chú ý đến các nhân tố thuộc về hành vi của nhà quản lý. Từ việc cho thấy sắc thái ngôn ngữ văn bản chứa đựng nhân tố tâm lý của nhà quản lý, các nhà đầu tư và các ngân hàng có thể phân tích sắc thái này để có những đánh giá toàn diện hơn các hàm ý đối với quyết định tài trợ của doanh nghiệp. Hơn nữa, thước đo mới được đề xuất trong nghiên cứu này mở ra một cách thức đo lường khả thi đối với hành vi của nhà quản lý và có thể sử dụng cho các nghiên cứu thực nghiệm trong lĩnh vực tài chính hành vi doanh nghiệp. Tuy vậy, để thông tin văn bản của báo cáo thường niên có thể giúp ích tốt hơn cho thị trường và các bên liên quan thì việc thống nhất về hình thức và nội dung công bố trong báo cáo thường niên là cần thiết. Bên cạnh đó, các cơ quan quản lý cần chú ý tới khía cạnh khi ban hành các quy định công bố thông tin trong tương lai.

Bên cạnh đó, nghiên cứu này có một vài hạn chế: Thứ nhất, do thiếu sự thống nhất trong dạng file công bố mà tỷ lệ loại mẫu phạm lỗi font chữ khi chuyển đổi báo cáo còn khá lớn làm cho quy mô mẫu sụt giảm đáng kể, hạn chế này có thể khắc phục ở các nghiên cứu trong tương lai khi mà các quy định về việc định dạng báo cáo thường niên dần được chuẩn hóa. Thứ hai, mặc dù quy trình mã hóa đã được thực hiện một cách cẩn trọng, cùng với đó là việc phân tích được tiến hành cho câu văn đã giúp hạn chế tính chủ quan trong quá trình mã hóa, nhưng phương pháp phân tích sắc thái ngôn ngữ thủ công phần nào vẫn không nào tránh khỏi thế giới quan của người mã hóa.

Lời cảm ơn

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ phát triển khoa học và công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số 502.02-2016.06

Tài liệu tham khảo

- Bamber, L. S., Jiang, J., & Wang, I. Y. (2010). What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 85(4), 1131–1162.
- Ben-David, I., Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2013). Managerial miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547–1584.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2007). Managerial overconfidence and corporate policies (*NBER Working Paper 13711*). Retrieved from the National Bureau of Economic Research: <https://www.nber.org/papers/w13711>
- Brennan N. M., & Conroy, J. P. (2013). Executive hubris: The case of a bank CEO. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 26(2), 172–195.
- Bryan, S. H. (1997). Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis. *The Accounting Review*, 72(2), 285–301.
- Buchholz, F., Jaeschke, R., Lopatta, K., & Maas, K. (2018). The use of optimistic tone by narcissistic CEOs. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31(2), 531–562.

- Cassar, G. (2010). Are individuals entering self-employment overly optimistic? An empirical test of plans and projections on nascent entrepreneur expectations. *Strategic Management Journal*, 31(8), 822–840.
- Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 695–712.
- Callahan, C., & Smith, R. (2004). Firm performance and management's discussion and analysis disclosures: An industry approach (SSRN Working Paper 588062). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=588062>
- Lê Đạt Chí. (2013). Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 9(19), 22–28.
- Davis, A. K., Ge, W., Matsumoto, D. & Zhang, J. L. (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 20(2), 639–673.
- Frank, M., & Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248.
- Frank, M., & Goyal, V. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Glaser, M., Schäfers, P., & Weber, M. (2007). Managerial optimism and corporate investment: Is the CEO alone responsible for the relation?. *AFA 2008 New Orleans Meetings Paper*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=967649>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103–121.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843–881.
- Hackston, D., & Milne, M. J. (1996). Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9(1), 77–108.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33–45.
- Huang, X., Teoh, S. H., & Zhang, Y. (2014). Tone management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083–1113.
- Li, F. (2010a). The information content of forward-looking statements in corporate filings—A naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049–1102.
- Li, F. (2010b). Managers' self-serving attribution bias and corporate financial policies (SSRN Working Paper 1639005). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1639005>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2007). Corporate financial policies with overconfident managers (NBER Working Papers 13570). Retrieved from the National Bureau of Economic Research: <https://www.nber.org/papers/w13570>

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- 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), 187–221.
- Trần Hoài Nam, & Trương Đình Bảo Long. (2016). Tính tự tin thái quá của CEO và cấu trúc vốn doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 121, 18–27.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219–244.
- Phạm Quốc Việt, & Nguyễn Đình Trung. (2018). Tự tin thái quá của nhà quản trị và cấu trúc vốn: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Tài chính*. Truy cập từ <http://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-kinh-doanh/tai-chinh-doanh-nghiep/tu-tin-thai-qua-cua-nha-quan-tri-va-cau-truc-von-bang-chung-thuc-nghiem-tai-viet-nam-137514.html>
- Taylor, S. E., & Brown, J. D. (1988). Illusion and well-being: A social psychological perspective on mental health. *Psychological Bulletin*, 103(2), 193–210.
- Weber, R. P. (1990). *Basic Content Analysis* (Quantitative Applications in the Social Sciences). Thousand Oaks, CA: SAGE Publications, Inc.
- Weinstein, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of Personality and Social Psychology*, 39(5), 806–820.